



NIFD

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

NIFD季报 主编:李扬

机构投资者的资产管理

杜邢晔
文潇

2024年6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、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。

北欧四国养老基金资产配置与投资运营情况研究

摘要

上期我们观察了亚洲四国大型养老金机构的配置与投资情况，本期我们将目光转向北欧，观察丹麦、芬兰、挪威、瑞典四个北欧国家的大型养老机构投资实践，以期对我国各层级养老基金资产配置与投资管理工作提供有益参考。

北欧国家养老体系较为完善，四个国家均已形成完整的“三支柱”养老体系。本文选取了各国当中资金规模较大、覆盖范围较广的养老金机构，重点分析它们的资产配置与投资组合业绩情况。所选取的机构为丹麦的劳动力市场补充养老金计划（“ATP”），芬兰的地方政府公务员养老金（“Keva”），挪威的政府养老金全球基金（“GPF”），瑞典的国民养老金公司（“AP”）。

四国的养老机构在配置与投资方面既有一定共性，同时也各具特色。共性方面，总体看它们都遵循由负债驱动投资的原则，根据自身的资金久期与给付安排，科学制定投资目标，开展资产配置与组合构建。最为典型的是丹麦 ATP，其根据养老金给付特征，将组合直接切分为由仅有固收资产的对冲组合，用于保障当期养老金给付，和在全球层面开展多资产投资的分红组合，用于提高受益人远期的待遇期望。此外，它们均积极开展全球投资，境外资产配置比例较高，充分分享全球其它地区的经济增长红利，在过去十年间为本国养老金获取了较好的资本收入。

差异化特征方面，挪威 GPF 与芬兰 Keva 均采取了较为清晰简明的参考组合模式开展配置，而丹麦 ATP 采用了基于风险

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

● 文潇

国家金融与发展实验室特聘研究员

弘源泰平资产管理有限公司创始合伙人

【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

因子配置风险预算的模式，瑞典则采用了赛马机制给予四家 AP 机构去探索最佳实践。配置上的差异也一定程度体现在了实际组合的收益表现中——采用参考组合模式，组合收益跟随全球资本市场情况较为紧密，有较好的可预期性。基于风险因子分配风险预算的配置模式在遇到市场冲击时可能形成顺周期操作，是否有利于长周期养老储备的累积仍有待商榷。

目 录

一、养老金机构基本情况	1
(一) 丹麦 ATP	1
(二) 芬兰 Keva	1
(三) 挪威 GPFG	2
(四) 瑞典 AP	2
二、资产配置与组合构建	3
(一) 丹麦 ATP	3
(二) 芬兰 Keva	6
(三) 挪威 GPFG	8
(四) 瑞典 AP	10
三、投资组合业绩	13
(一) 丹麦 ATP 分红组合	13
(二) 芬兰 Keva	15
(三) 挪威 GPFG	16
(四) 瑞典 AP 基金	18
四、总结	21
参考文献:	23

一、养老金机构基本情况

（一）丹麦 ATP

丹麦于 1891 年建立养老金制度，是世界上第二个建立法定养老金制度的国家。1956 年，正式建立了全民覆盖养老金制度，对所有年满 67 岁及以上人口提供固定金额的基本养老金，由国民养老金给付。1963 年，颁布实施了劳动力市场补充养老金法案（The ATP Act），并由此成立了丹麦 ATP 养老金。至 1990 年，丹麦基本形成了相对成熟的三支柱养老体系。第一支柱为国家养老金与 ATP 等；第二支柱则为职业与企业养老金；第三支柱为个人储蓄养老金。

ATP 正式成立于 1964 年，为缴费确定型制度，资金来源主要是雇主和雇员缴费。其中雇员承担三分之一，其余由雇主承担。ATP 养老金在建立之初被定位为国家养老金补充，基于其具有强制性等特点，也被认为是第一支柱养老金制度的组成部分。ATP 在资产配置与投资管理方面，进行了相对前沿的探索，为其他长期资产持有者提供了实践参考。截至 2023 年末，ATP 资产规模约为 7,120 亿丹麦克朗，按同期汇率折合约 1,060 亿美元。

（二）芬兰 Keva

芬兰于 1937 年出台了《国家养老金法案》，标志着芬兰养老制度的建立。但该制度运行的十余年中，遇到了覆盖率较低，以及经历二战冲击后养老金大幅缩水等问题。1957 年，《新国家养老金法案》颁布，该法案旨在提高养老金覆盖率，规定 65 岁以上人口均有权领取养老金，由国家财政承担给付义务。1962 年，《与收入相关养老金法案》颁布，标志着养老金体系的丰富，既包含所有居民普享的国民养老金，亦纳入了收入关联型养老金。两者共同组成了芬兰第一支柱养老金。历经几十年发展，芬兰也形成了三支柱体系，但是第二支柱和第三支柱的作用并不显著。绝大多数芬兰公民退休后的主要收入来自于第一支柱。

Keva 是芬兰最大的养老金机构，管理公共服务部门雇员的收入关联型养老金。覆盖范围包括地方政府、教会等约 2,000 多家雇主、130 万多公共部门的工作人员和退休人员。Keva 运作基于《公共部门养老金法案》和《Keva 法案》，受到芬兰财政部、金融监管局和国家审计署的监督。Keva 的名称来自于芬兰语 Kuntien eläkevakuutus，其含义是地方政府的养老保险机构，自 2011 年 1 月 1 日起正式命名为 Keva。截至 2023 年末，Keva 的资产管理规模约为 656 亿欧元。

（三）挪威 GPFG

挪威养老金体系建立较早，于 1936 年颁布了首部养老金法案，建立了养老金制度，并于 1959 年建立了基本养老金制度，提出所有挪威公民在退休时均可享有基本养老金。历经几十年的发展，当前挪威已形成完整的由政府养老金、职业年金和个人养老金所构成的“三支柱”体系。政府养老金作为挪威养老体系的第一支柱，采用现收现付制。政府养老基金分为政府养老金全球基金（Government Pension Fund Global，简称“GPFG”）与政府养老金挪威基金（Government Pension Fund Norway，简称“GPFN”）。与 GPFN 用于支持当前养老金支付的职能不同，GPFG 的定位是作为国家养老储备金，不用于当前的养老支出。

GPFG 的前身是挪威政府石油基金，于 2006 年初由政府石油基金更名而来。挪威政府石油基金的资金来源于挪威于北海区域开采石油所获得的外汇收入。为了避免十七世纪在荷兰发生的输入性通胀情景在挪威再现，政府决定将所有由石油带来的外汇收入全部用于境外投资，避免对挪威本土经济产生冲击。经过几十年石油开采的外汇收入与全球投资的投资收益积累，GPFG 目前已是全球最大的主权基金，截至 2023 年末的规模约为 15.76 万亿挪威克朗，按同期汇率折合约 1.55 万亿美元。

（四）瑞典 AP

瑞典已形成了成熟的三支柱养老体系。第一支柱是覆盖全民的强制性国民养老金，其中包含三类：保障养老金（Guaranteed Pension）、名义账户制养老金（Income Pension）和实账积累制养老金（Premium Pension）。第二支柱是准强制性的职业养老金。第三支柱是自愿性的个人养老金。

20 世纪 90 年代之前，瑞典的国民养老金由定额待遇养老金(Folk Pension)和收入关联补充型养老金(Allman Tillags Pension)两部分组成。资金来自于对雇主征收的工薪税，实行现收现付制。由于经济增长放缓，现收现付制不具有财政持续性，瑞典开始研究养老金制度改革问题，四大国民养老金管理公司（AP1-AP4）应运而生。

1998 年，以个人账户为基础的养老金法案获得通过，并从 2000 年起正式实施。改革后的养老金制度包括三个层次：第一层次是保障养老金，由中央政府预算筹资；第二层次是名义账户制养老金，以现收现付制为基础，待遇结构为 DC

型，养老金待遇与退休时个人账户中积累的名义资产关联；第三层次是实账积累制养老金。第二、三层次均由雇主和雇员共同缴费，注入个人账户的总缴费比例为 18.5%。其中，16%的缴费为第二层次名义账户制养老金，平均分配给 AP1、AP2、AP3 与 AP4。截至 2023 年末，四家 AP 机构总计资产规模约为 1.88 万亿瑞典克朗，按同期汇率折合约 1,860 亿美元。

二、资产配置与组合构建

（一）丹麦 ATP

1. 配置流程与目标设定

由于其需要覆盖第一支柱的刚性支出，丹麦 ATP 将总资产拆分为两部分。一部分用于满足约定的名义养老金待遇支出，其命名为对冲组合（hedging portfolio），另一部分则是为了获取更好的远期养老待遇，其命名为分红组合（bonus potential portfolio）。因此，对冲组合全部由长久期债券与利率互换等对冲利率波动的衍生品工具组成，用以确保给付养老金待遇。分红组合的持仓则包含更加多样的大类资产，其投资目标是获取尽可能高的长期实际回报。截至 2023 年末，对冲组合的资产规模占比 ATP 总规模约为 85%，分红组合占比约为 15%。

ATP 的分红组合与传统的按照大类资产类别拆分并赋予相应的配置比例不同，而是从风险因子角度出发，在给定风险预算范围内，对风险进行配置，因而并没有从一阶层面设定具体的投资收益目标。由于不同因子之间有一定分散效应，因此在完成最终构建时，其净敞口可能超过净资产。风险因子共分为四类，分别是权益因子、利率因子、通胀因子与其它因子。权益因子与利率因子顾名思义，分别由全球股票与全球债券两类资产的表现刻画。通胀因子则代表与通胀的正向关联度，即，通胀上行时有利于资产表现，而通胀下行时不利于资产表现。其它因子则是 ATP 认为与其投资组合显著相关的，与权益、利率和通胀无关的各类因子（例如流动性等）。从资产类别上，ATP 的分红组合中包含了债券、信用（贷款）、公开市场股票、私募股权、房地产与基础设施等常见的大类资产。ATP 分红组合中各资产类别与风险因子间的关联关系如下方柱状图所示。各因子的柱高代表 ATP 认为该类资产在因子上的风险暴露大小。

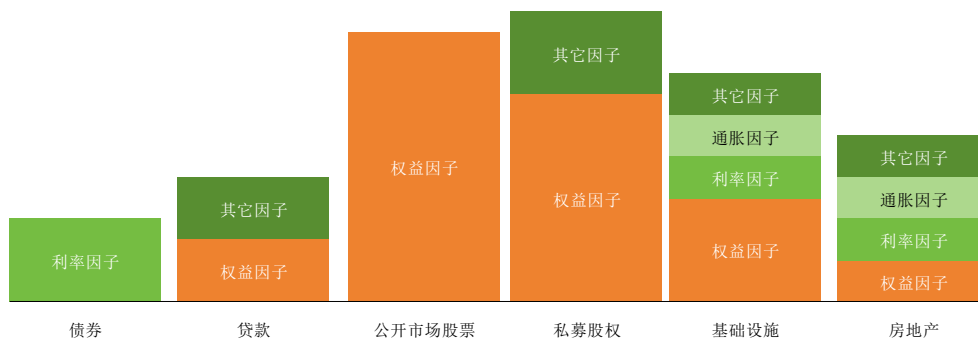


图1 ATP框架下风险因子与大类资产关联示意

资料来源：ATP 年报。

分红组合的风险预算由 ATP 的董事会决定，金额为分红组合净资产的 50%。风险由期望损失（Expected Shortfall）指标衡量，置信度为 99%，时间窗口为三个月，即，在历史情境中任意三个月的时间窗口下，1%及以下级别的尾部极端事件发生时，当前组合会面临的损失的均值。该指标需每日计算，以确保组合所承担的风险金额，在董事会给定的风险预算之内。

2. 资产配置

由于对冲组合完全由债券以及利率掉期衍生品组成，因此着重观察分红组合。截至 2023 年底，分红组合资产规模约为 1,040 亿丹麦克朗，根据配置规则，分红组合的总风险预算为 520 亿丹麦克朗。但风险预算的上界根据分红组合规模变化每日计算，也就是说，当分红组合净资产减少时，总风险敞口上界也会变小。

分红组合在四类因子最新的长期风险配置指引比例如下图所示。其中，风险预算配置比例最高的为权益因子，为 42.8%。利率、通胀与其它因子的风险预算配置比例分别为 31.5%，14.5%和 11.3%。与历史上的配置比例相比（权益 35% 因子、利率因子 35%、通胀因子 15%、其它因子 15%），提高了权益因子的风险预算、降低了利率、通胀与其它因子的风险预算。

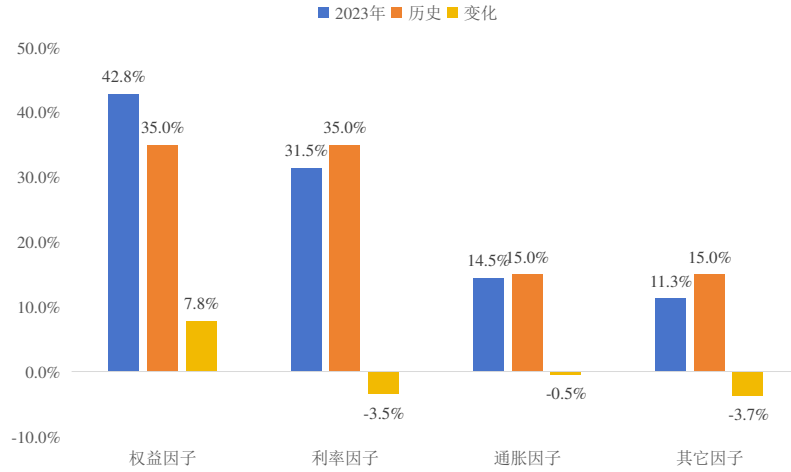


图2 ATP分红组合风险预算配置比例

资料来源：ATP 年报。

从实际组合运行来看，各因子的风险预算运用占比与长期指引的比例较难对齐，过去十年波动较大。2014年末，利率因子风险仅占比约1.4%，其后大幅增加。通胀因子则相比2014、2015年显著降低。尽管权益因子风险预算的配置指引比例约为35%和45%，但从实际组合运行结果来看，权益因子风险敞口占比始终大于配置指引。因此由理事会制定的长期风险预算配置指引，在实践上作用有所虚化。因此，丹麦ATP分红组合在风险因子层面进行预算的配置是一种创新型尝试，但从决策与管理角度，仍然有较多挑战与困难需要克服。

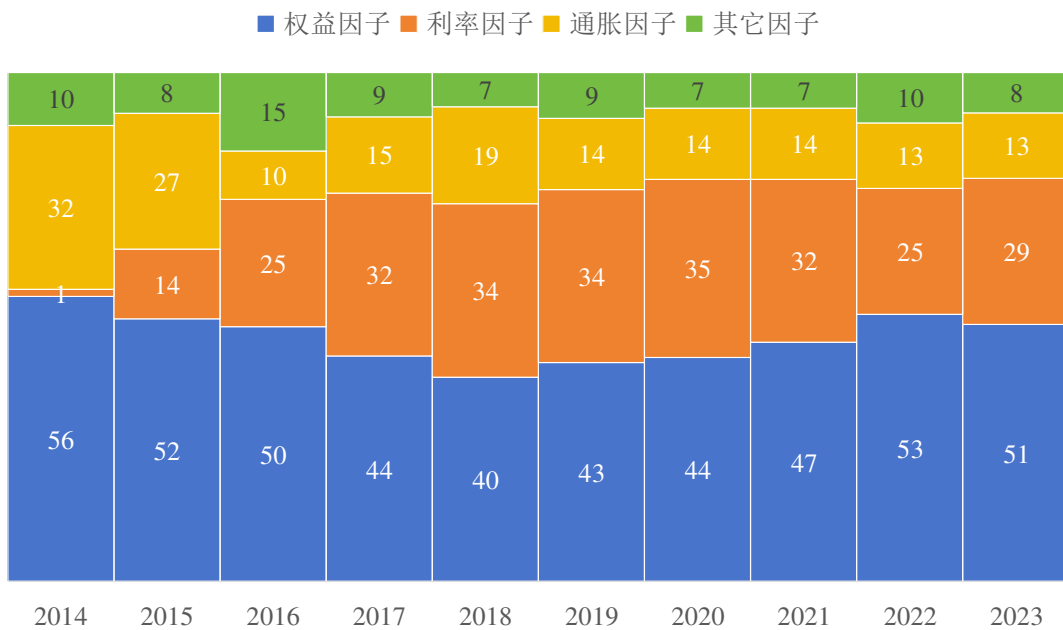


图3 ATP分红组合风险预算因子间分布情况（2014年-2023年）

资料来源：ATP 年报。

（二）芬兰 Keva

1. 配置流程与目标设定

Keva 的投资目标主要着眼于获取长期的实际投资回报，因此愿意承担相应投资风险，容忍在中短期内可能发生的投资损失。Keva 采用参考组合模式，由董事会设定参考组合（参考组合结构未对外界共公开）。参考组合的设定取决于负债的精算测算。截至 2023 年，Keva 的资产负债率约为 43%，即 Keva 在未来几十年的实际支付金额将大大超过基金资产。

自 2017 年开始，Keva 的投资收益已部分作为养老金待遇支出，因而投资收益对于 Keva 愈发重要。从存量规模看，截至 2023 年底，约 660 亿欧元的规模中，有 480 亿来自于成立以来的投资收益。因而 Keva 董事会决定，需进一步提高参考组合的风险水平，获得更高的预期收益，以满足负债所需的实际回报。

2. 资产配置

Keva 的参考组合最近一次更新于 2023 年 6 月。当月，Keva 董事会决定进一步提高参考组合中的权益类资产配置比例。由于其参考组合结构没有对外公开，我们只能通过观察实际组合来了解 Keva 的配置结构。

截至 2023 年末，Keva 实际组合的实际持仓情况如下图所示，权益类持仓占比较高，接近 60%。其中，公开市场权益占比总组合约为 40%，私募股权占比约为 19%。固定收益占比约为 27%，房地产与对冲基金持仓占比相仿，均为 6.9% 左右。

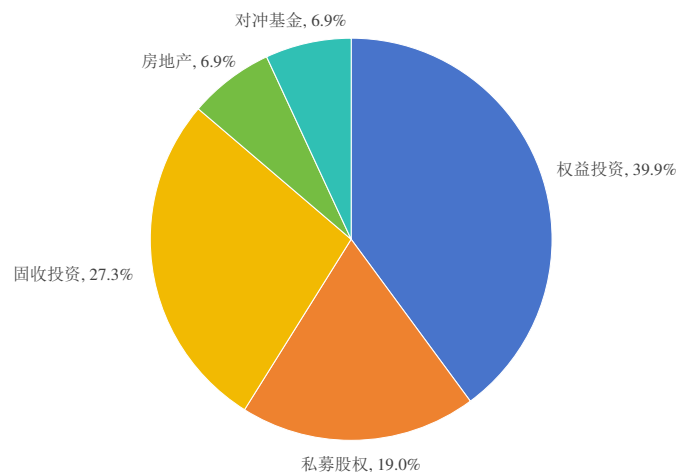


图 4 Keva2023 年实际组合持仓

资料来源：Keva 年报。

从过往十年（2014年至2023年）趋势来看，房地产与对冲基金的持仓占比相对稳定，变化幅度最大的是固定收益投资与私募股权。固定收益的持仓占比于近年来降至30%以下，过往十年均值约为37%。而私募股权的占比则持续攀升，从2014年的5.5%持续增加至19%。从过往十年增加权益类资产、降低固收类资产的组合变化可以看出，Keva在近年来于配置层面，显著且持续提高了投资组合的风险水平。

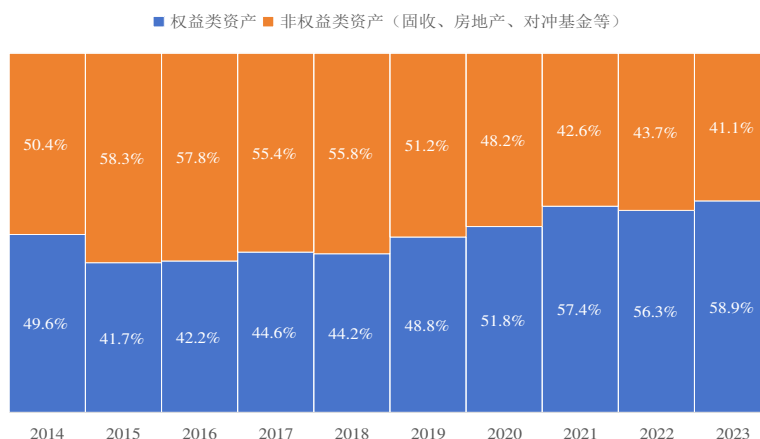


图5 Keva实际组合权益类资产占比 (2014年 - 2023年)

资料来源：Keva 年报。

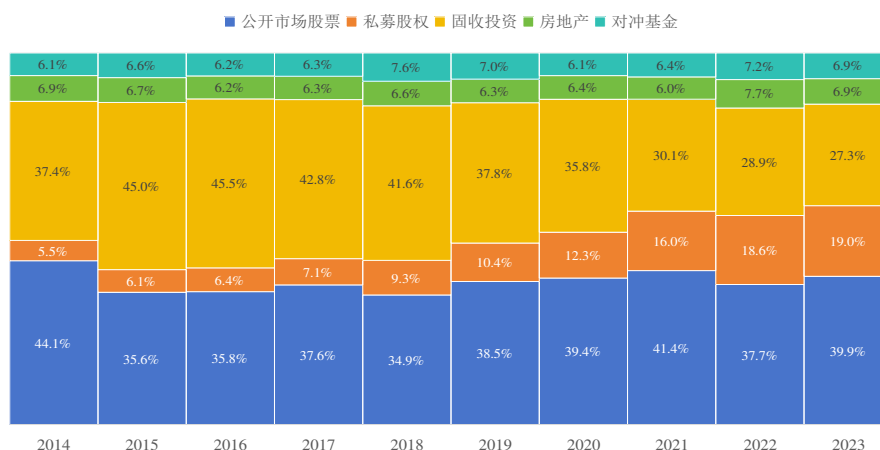


图6 Keva实际组合各类资产占比变化 (2014年 - 2023年)

资料来源：Keva 年报。

Keva 的境外资产占比显著，近十年来平均约为 82.6%。具体细分至区域来看，欧洲（除芬兰）与北美敞口占比较高，截至 2023 年末，均为 32%左右。但趋势上，呈现不同特征——十年前欧洲占比接近 40%，北美占比不到 25%，近

十年来美国股票市场表现较好，因此占比不断攀升。新兴市场敞口从 17% 左右下降至 12% 左右，日本占比相对稳定，在 3-4% 之间浮动。

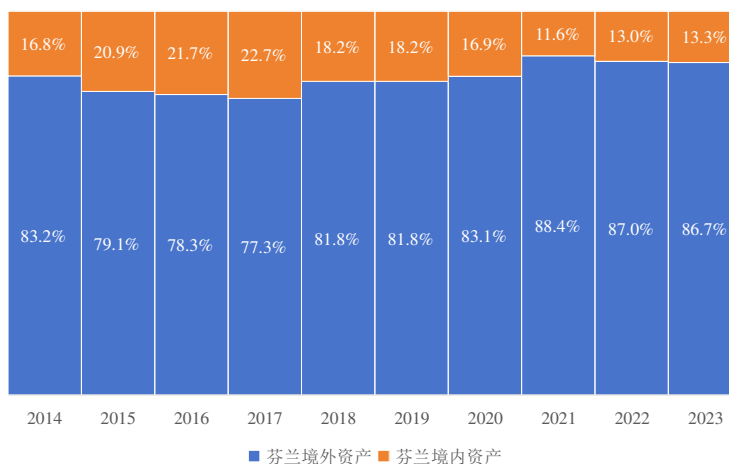


图 7 Keva 总组合区域分布

资料来源：Keva 年报。

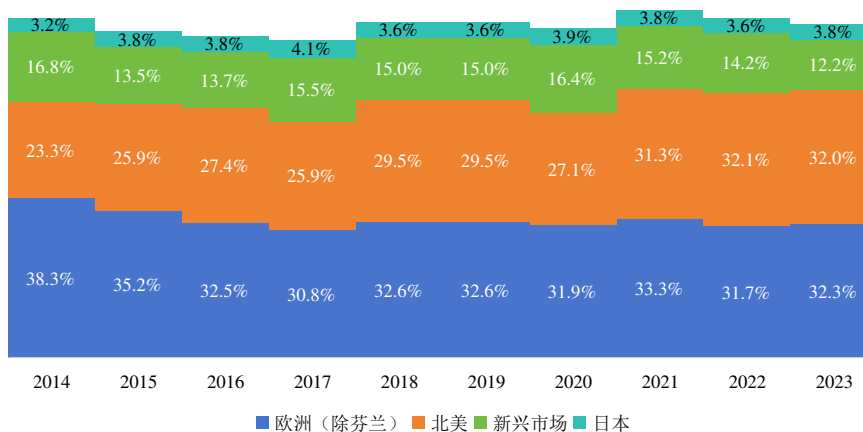


图 8 Keva 境外资产敞口区域分布(2014 年-2023 年)

资料来源：Keva 年报。

(三) 挪威 GPFG

1. 配置流程与目标设定

根据 GPFG 的设立初衷，其主要职能是在全球范围开展投资，且禁止投资于由挪威实体发行或以挪威克朗发行的证券，以及挪威境内的房地产和基础设施。投资目标是在适宜的投资管理框架内，实现扣除成本后尽可能高的投资收益。

GPFG 运用参考组合模式开展资产配置与投资管理。参考组合由挪威财政部设立，包含股票和债券两大类基础资产，作为 GPFG 的投资指引与考核基准。当

前的参考组合结构为，股票占比 70%，债券占比 30%。股票使用了由 FTSE 发布的全球股票指数作为基准指数。债券资产内部，国债占比 70%（占比总组合的 21%），公司债券占比 30%（占比总组合的 9%），均使用了由 Bloomberg 发布的相关基准指数。未上市房地产和未上市基础设施是可投资资产，但不在参考组合中，因此没有指定的基准指数。法定的投资指引明确了未上市房地产的配置上限为 7%，未上市基础设施的配置上限为 2%。这两类资产的具体配置比例，由挪威央行在授权内自行决定。

2. 资产配置

GPF 自其前身石油基金 1996 年正式成立以來，资产配置方案历经多次变化，主要趋势为权益类资产配置比例持续增加，直至当前参考组合 70% 的比例。

1997 年在经过审慎测算后确认，GPF（彼时仍然名为政府石油基金）的现金流入会持续多年，且不断增长，因此不需要过分保守投资，正式开始配置权益类资产，比例为 40%。2006 年，GPF 呈请财政部，提出权益类资产长期收益相对较高，基金可以提高权益类配置至 50-60%。财政部 2007 年审议通过提请，允许在 2007-2009 年期间逐步将配置比例从 40% 增加至 60%。十年后，财政部委托 GPF 开展研究，在新的市场环境下是否需要调整权益配置比例。GPF 在研究后建议，将股票配置比例提升至 75%，关键论点是相比 2006 年总组合有更大的风险承受能力，石油收入的波动从占比上不断减少。2017 年，财政部审议后明确，将参考组合的权益类配置比例定为 70%。

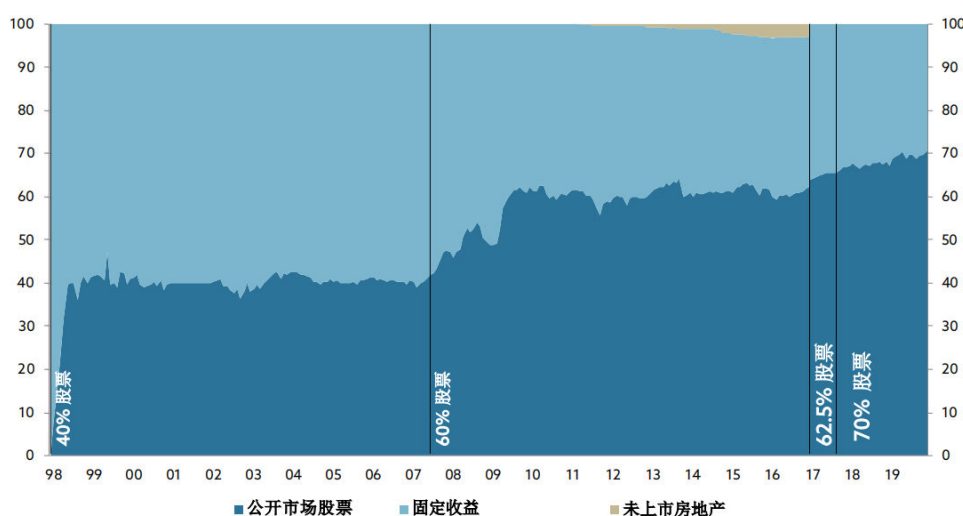


图 9 挪威 GPF 投资组合变化历程

资料来源：Investing with a mandate, Norges Bank Investment Management。

GPFG 的敞口主要在发达国家或地区，发达国家敞口累计占比约 80%，新兴国家与地区占比不足 20%。具体国别层面，占比最高的国家是美国 46.9%，日本其次，占比为 7.4%。

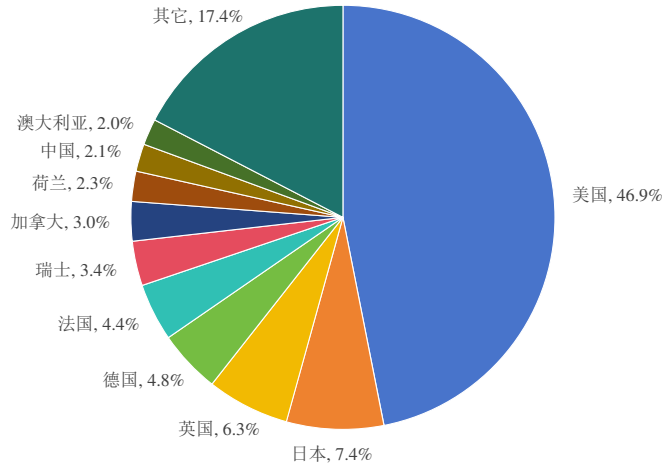


图 10 GPFG 国别敞口分布（截至 2023 年末）

资料来源：GPFG 年报。

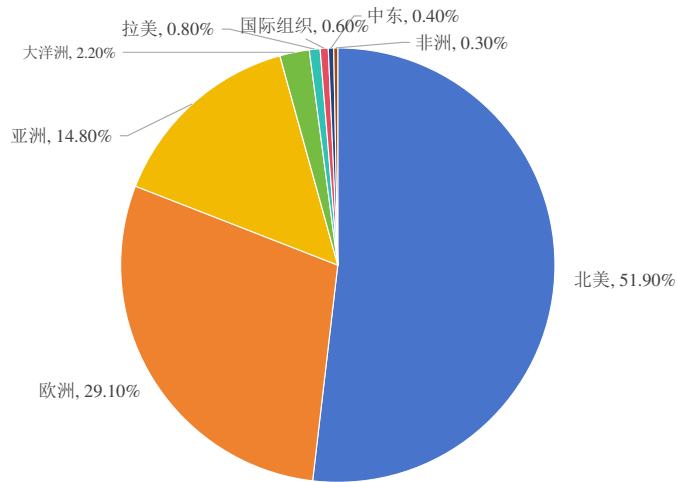


图 11 GPFG 洲际间区域敞口分布（截至 2023 年末）

资料来源：GPFG 年报。

（四）瑞典 AP

1. 配置流程与目标设定

本文选取众多 AP 机构当中最早成立的 AP4 作为代表案例进行分析。AP4 于 1974 年成立，最开始仅投资于瑞典股票（如，沃尔沃汽车等）。2000 年后瑞典国家养老金法案颁布后，投资空间显著扩张，组合中增加了瑞典境外股票、固

定收益以及非公开市场类资产（房地产、基础设施与私募股权等）持仓。

AP4 的投资目标是在确保安全性的前提下，承担合理风险，获得尽可能高的投资收益。AP4 每三年进行一次资产负债管理（Asset Liability Management）分析，用以评估其养老义务。AP4 的投资组合需根据 ALM 分析的测算来设定长期收益目标，以及权益类资产的配置区间、货币敞口区间和固定收益投资的久期（Duration）区间，以期在收益与风险间取得平衡，并需确保养老待遇在代际间公平性。

最新一期 ALM 分析完成于 2023 年，设定了 AP4 组合的长期实际收益（即扣除通胀后的收益）目标为 3.5%；权益类资产配置比例区间保持不变，仍为 50% 至 70%；货币敞口和固定收益投资组合平均久期区间亦也保持不变，分别为 20% 至 40% 和 3 年至 9 年。

除了基于 ALM 分析所获得的大类资产风险敞口的约束区间之外，动态常态组合（Dynamic Normal Portfolio, “DNP”）是董事会对 AP4 中期资产配置的决策。董事会确定了 DNP 的资产类别、配置比例与资产类别所使用的基准指数，DNP 也因此可以作为一个基准组合用于更好衡量 AP4 投资团队的贡献。除了运用 DNP 组合用来衡量相对收益之外，董事会还会根据对宏观经济和市场的评估，明确十年期的中期投资收益目标。最新一期的中期目标是年化 3% 的实际收益率。

2. 资产配置

从大类资产来看，权益类资产是 AP4 基金 2023 年 DNP 的主要成分，配置比例为 55%；固定收益类资产次之，配置比例为 29%；其余 16% 为房地产。权益类资产中包含全球股票、瑞典境内股票与防御型股票三类资产。固定收益资产中，包含全球固收与瑞典境内固收两类资产。从区域配置来看，瑞典境外资产占比较高。全球股票资产配置比例为 34%，全球固收资产配置比例为 20%，两者合计 54%，也就是说，AP4 的组合配置中至少一半以上为境外资产。考虑到防御型股票类资产的基准为 MSCI World Factor Index，主要构成为全球发达地区股票，因此这 5% 的配置比例中，也主要为瑞典境外股票。

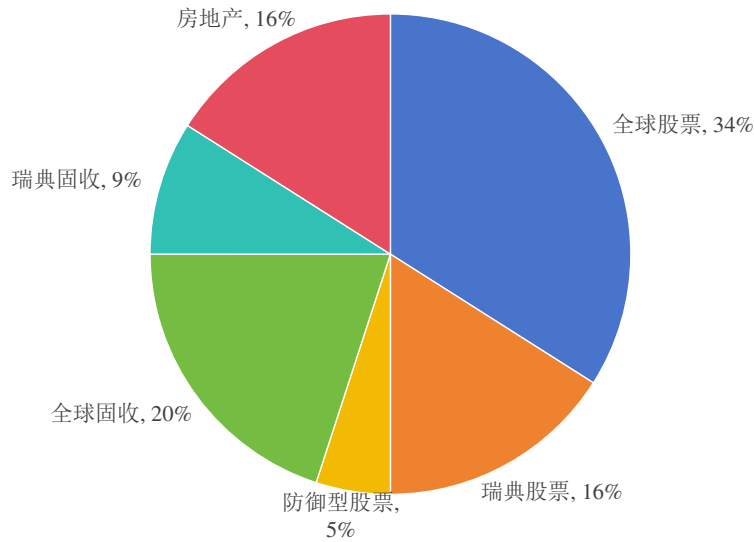


图 12 瑞典 AP4 动态常态组合结构 (2023 年)

资料来源：瑞典 AP4 年报。

从过往十年来看，权益类资产始终是 AP4 基金 DNP 中的主要成分，配置比例始终在 50% 以上，十年均值在 56% 左右。固收类资产配置比例十年均值约为 32%，房地产约为 12%。房地产资产过往十年的比例增加相对显著，从 2014 年的 6% 提升至 2023 年的 16%。

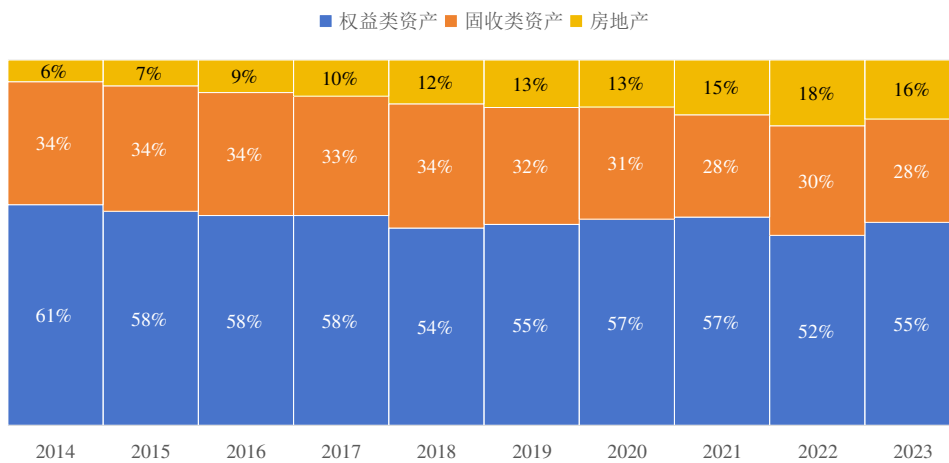


图 13 AP4 基金 DNP 结构变化 (过往十年)

资料来源：瑞典 AP4 年报。

从权益类与固收类资产加总后的区域分布变化来看，瑞典境内资产占比下降多于瑞典境外。2023 年 DNP 当中瑞典境内股票与固收占比 DNP25%，相较于 2014 年 DNP 下降 8 个百分点，而瑞典境外资产则从 62% 下降至 58%。

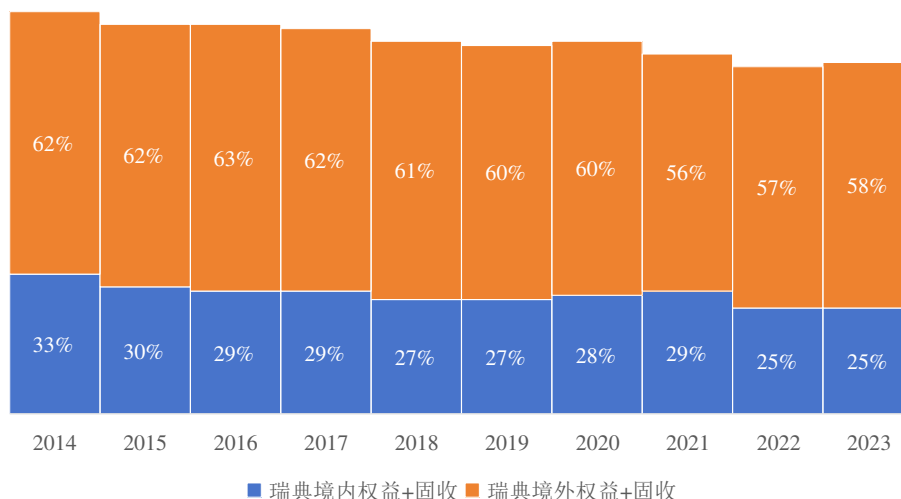


图 14 AP4 基金境内外区域占比变化情况 (2014 年-2023 年)

资料来源：瑞典 AP4 年报

三、投资组合业绩

(一) 丹麦 ATP 分红组合

由于丹麦 ATP 分红组合的因子配置模式，资产持仓敞口会高于其净资产规模，即，有一定的杠杆头寸，因此收益率波动会较大。从过往十年累计收益率走势来看，分红组合业绩在 2021 年以前快速上行，2014-2021 年间已累计 322% 收益率。但 2022 年度，分红组合大幅回撤，当年收益率为 -41%。2023 年有一定修复，但幅度有限，2023 年年度收益率约为 5.5%。从损益金额来看，十年累计收益约为 1249 亿丹麦克朗，但 2022 年单年亏损约 645 亿丹麦克朗。

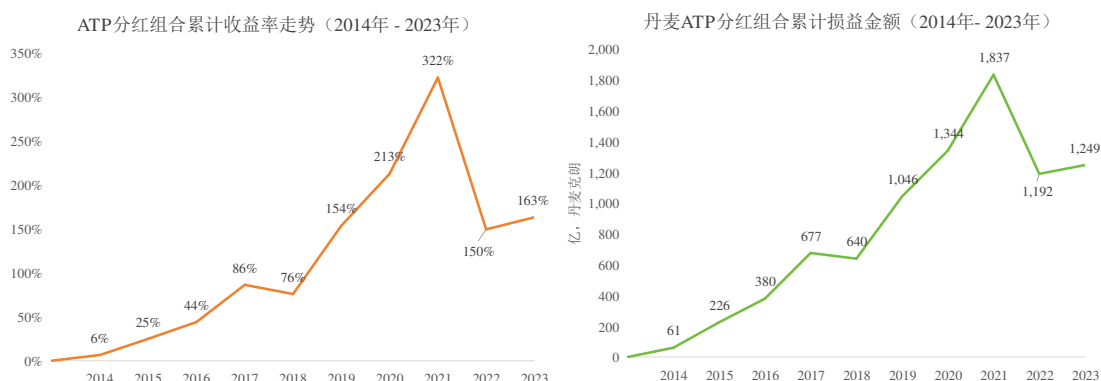


图 15 ATP 分红组合过往十年业绩表现、累计收益率与累计损益金额

资料来源：ATP 年报。

值得注意的是，相比于其余养老金机构的投资组合于 2023 年大幅收复了

2022 年的投资亏损，丹麦 ATP 仍然与其 2021 年的收益高点相距较远（约 600 亿丹麦克朗）。主要原因在于，分红组合 2022 年亏损金额较大，导致其净资产缩水较多，根据配置规则，分红组合的风险预算上限亦同步大幅减少，使得投资组合敞口亦需止损平仓，以使其满足既定的配置与风险原则。因而在 2023 年全球股票与债券资产均有较大反弹表现时，由于敞口缩减导致无法获取充分的收益，实质性地形成了亏损砍仓的顺周期操作，尽管符合了因子维度风险预算的指引要求。从具体资产类别观察，固收类资产受到砍仓操作影响最大。固收类资产 2022 年亏损 613 亿丹麦克朗，2023 年度仅录得 77 亿丹麦克朗盈利。以挪威 GPF 使用的全球债券市场基准表现观察，2022 年度收益率约为 -12% 左右，而 2023 年度收益率约为 6%，也就是说，如果持仓敞口保持稳定，则 2023 年的盈利金额数值与 2022 年的亏损金额数值的比例大致在 40-50% 之间，而不是 12.5%（77 亿的 2023 年度盈利除以 613 亿的 2022 年度亏损）。

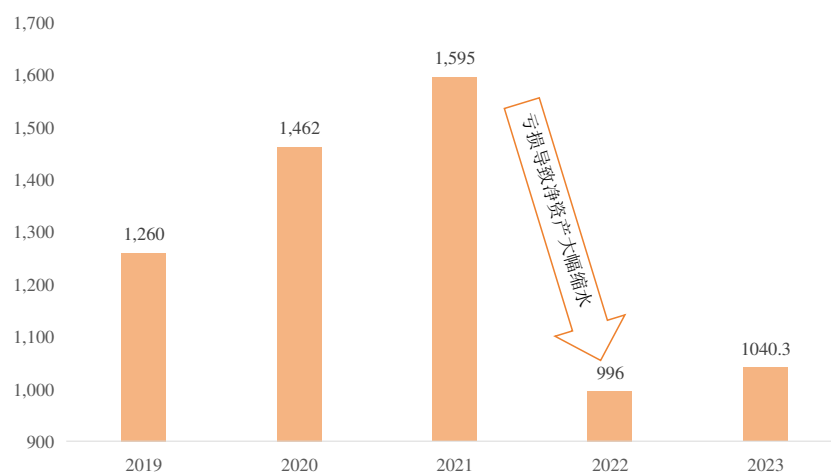


图 16 ATP 分红组合净资产（单位：亿丹麦克朗）

资料来源：ATP 年报。

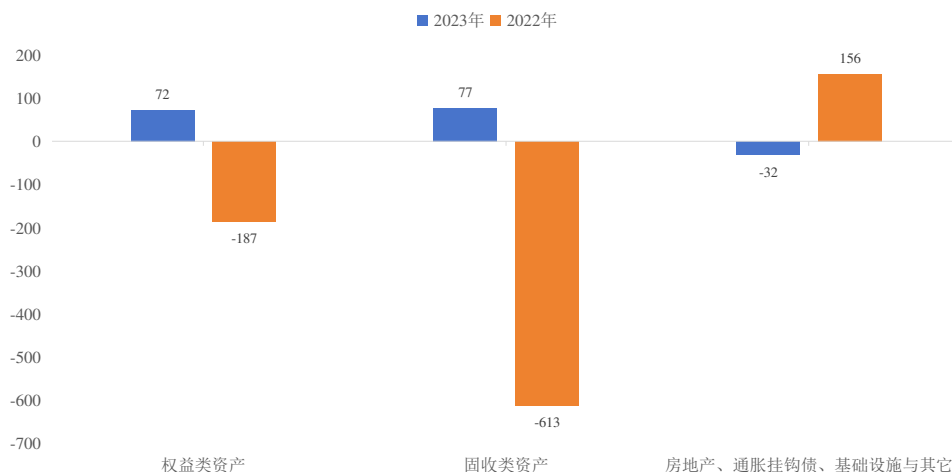


图 17 ATP 分红组合各资产年度损益金额 (单位: 亿丹麦克朗)

资料来源: ATP 年报。

(二) 芬兰 Keva

2023 年度 Keva 总组合收益率为 6.8%。公开市场股票与固定收益表现较好, 分别录得 10.1% 与 9.0% 的年度收益。与其它机构相似, 房地产于当年表现较差, 亏损 6.1%。

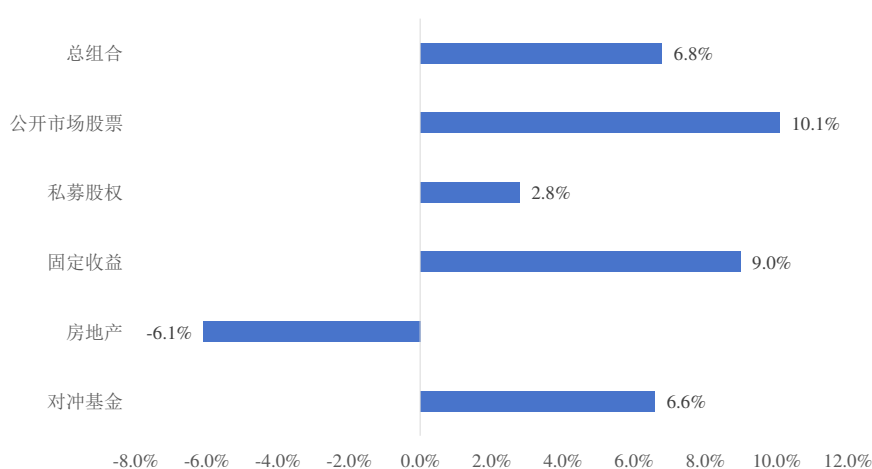


图 18 Keva 实际组合 2023 年度收益

资料来源: Keva 年报。

过往十年 Keva 总组合累计收益率约为 74.3%，权益类资产在期间内提供了主要收益贡献。公开市场股票十年累计收益率约为 111%，私募股权约为 160%，显著高于总组合累计收益，起到了拉动作用。房地产与对冲基金亦在收益方面提供了较为稳定的贡献，过往十年累计收益率分别为 58% 与 68% 左右。考虑到 2008 年金融危机之后较长一段时间，欧元区整体利率水平较低，因而固定收益组合的

累计收益在过往十年是所有资产类别中最低的，约为 19%。但固定收益组合从配置上更为重要的职能在于，为 Keva 的养老金待遇支付提供流动性保障。

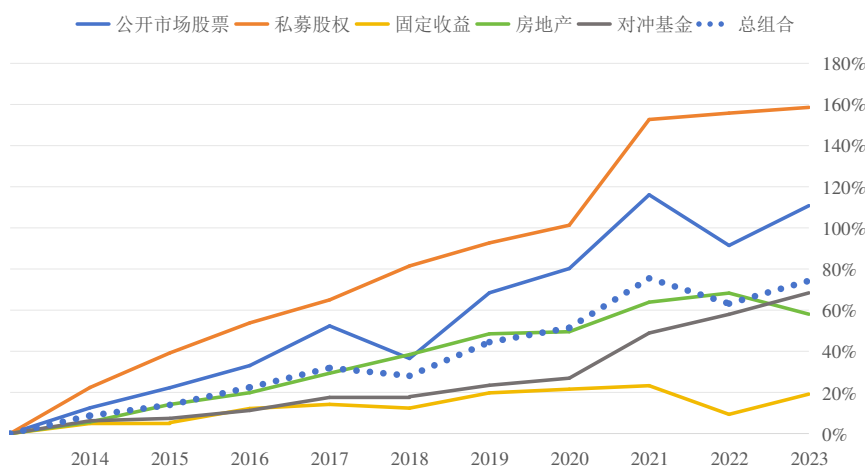


图 19 Keva 实际组合累计收益率走势 (2014 年 - 2023 年)

资料来源：Keva 年报。

(三) 挪威 GPFG

2023 年度，挪威 GPFG 总组合收益率（以货币篮子计价）约为 16.14%，落后于参考组合基准约 0.18%。从资产类别来看，除房地产外，其余大类资产均盈利。其中，公开市场股票资产年度收益率最高约为 21.25%，对总组合收益贡献最大。固定收益资产收益率约为 6.13%，未上市基础设施资产收益率约为 3.68%。未上市房地产资产亏损幅度约为 12.37%。从超额收益率来看，总组合受房地产资产拖累，低于业绩基准 0.18%。公开市场股票与固定收益，均超越了各自基准，分别获取了 0.38%与 0.51%的年度超额收益率。

表 1 GPFG 2023 年度投资业绩

	组合收益率	基准收益率	超额收益率
总组合	16.14%	16.32%	-0.18%
公开市场股票	21.25%	20.87%	0.38%
固定收益	6.13%	5.62%	0.51%
未上市房地产	-12.37%		
未上市基础设施	3.68%		

资料来源：GPFG 年报。

基于年度收益率进行累计测算，过往十年，总组合累计收益率约为 92%，公开市场股票组合提供了主要贡献。GPF 各类资产实际组合累计收益如下图所示，过往十年公开市场股票累计收益率最高，约为 130%；未上市房地产与固定收益实际组合同期累计收益率分别约为 49%与 23%。未上市基础设施由于纳入组合相对较晚，因此只有过往三年的累计收益率，约为 14%。考虑到参考组合中公开市场股票占比较高，自 2013 年以来超过 60%，因此在过往十年里，总组合的主要收益由股票资产贡献。

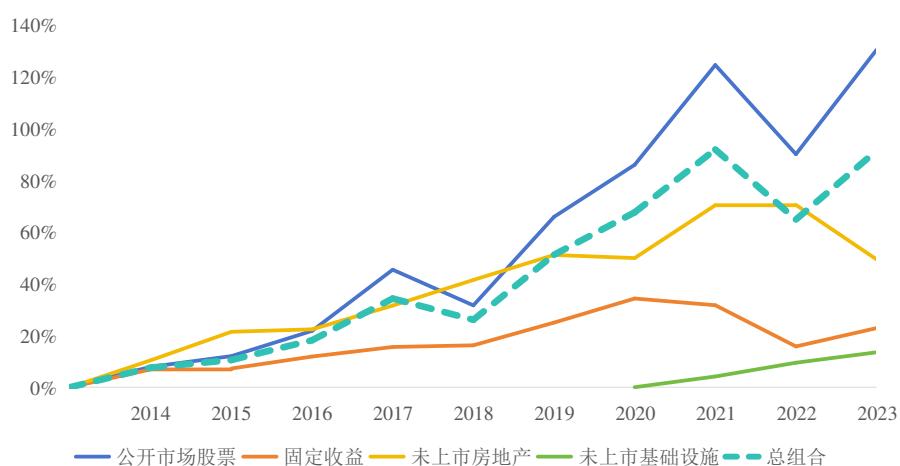


图 20 挪威 GPF 各类资产实际组合累计收益率走势

资料来源：GPIF 年报。

但权益类资产的收益贡献，需要相对较长周期且充分分散，才有更大概率可以获取长期风险溢价提供的超额收益。根据 GPF 自身测算，自其将股票资产引入总组合开始（即，1998 年，从 100% 各国国债变化为 40% 股票+60% 债券），在最初的十余年周期内（1998 年至 2009 年），引入股票后的实际组合相比于全部投资于固收，会带来超额损失 5,000 亿挪威克朗左右。但在 2009 年后，股票市场开始从全球金融危机中逐渐恢复，走出了一波长达十余年的牛市，不仅将 2009 以前的超额损失快速修复，并且在截至 2021 年测算时点，累计已经取得超过 3 万亿挪威克朗的超额盈利。

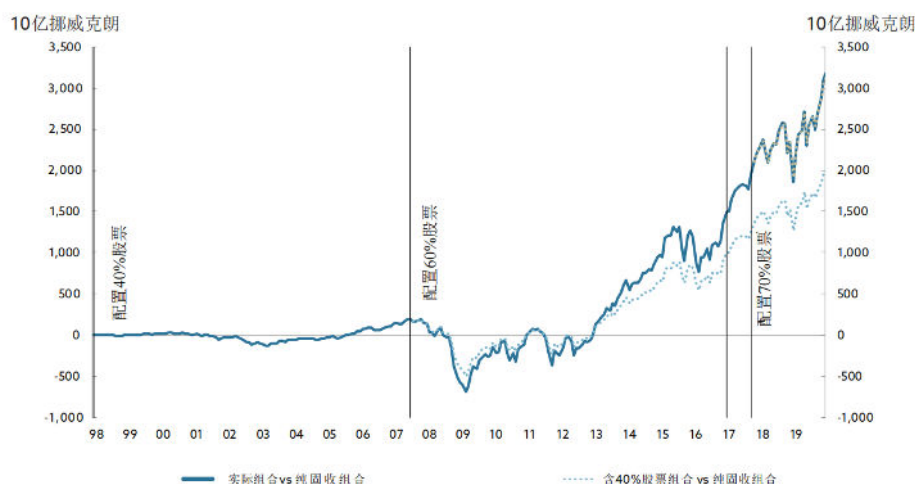


图 21 挪威 GPFG 股票配置超额盈亏贡献测算

资料来源：Investing with a mandate, Norges Bank Investment Management。

值得赞许的是，GPFG 在历次的股票市场大幅下挫的情景中，都未曾出现过恐慌抛售，也未曾出现过由于恐慌暂停再平衡机制，而是根据投资指引，坚持开展再平衡操作，也因此为挪威国民从全球资本市场获得超额盈利、夯实远期养老储备做出了显著贡献。

（四）瑞典 AP 基金

由于瑞典 AP 基金的“赛马”机制，可以观察在同一目标要求下，由不同团队开展配置与投资管理，长周期下会产生怎样的不同结果与实践。过往十年（2014 年至 2023 年），四家 AP 机构的年度净收益率表现如下表所示。

表 2 瑞典 AP1、AP2、AP3 与 AP4 收益率比较（2014 年 - 2023 年）

	AP1	AP2	AP3	AP4	算术平均	最大 - 最小
2014	14.6%	13.1%	13.7%	15.7%	14.3%	2.6%
2015	4.0%	4.0%	6.8%	6.8%	5.4%	2.8%
2016	9.3%	10.3%	9.4%	10.0%	9.8%	1.0%
2017	9.6%	9.0%	8.8%	9.1%	9.1%	0.8%
2018	-0.7%	-1.3%	0.6%	-0.2%	-0.4%	1.9%
2019	15.1%	15.9%	17.6%	21.7%	17.6%	6.6%
2020	9.7%	3.5%	9.7%	9.6%	8.1%	6.2%
2021	20.8%	16.3%	20.7%	19.2%	19.3%	4.5%
2022	-8.6%	-6.7%	-5.8%	-11.9%	-8.3%	6.1%
2023	9.1%	5.9%	7.8%	9.6%	8.1%	3.7%
十年累计	115.6%	92.4%	129.9%	127.2%	116.3%	37.5%
十年年化	8.0%	6.8%	8.7%	8.6%	8.0%	1.9%

资料来源：AP1、AP2、AP3 与 AP4 年报。

从十年累计来看，AP3 累计收益率最高，约为 130%，年化约为 8.7%，AP4 累计收益率排名第二，约为 127%，年化约为 8.6%。AP2 累计收益率最低，仅为 92.4%，与 AP3 的累计收益率相差约 37.5%，年化收益率约为 6.8%，与 AP3 相比年化落后 1.9%。

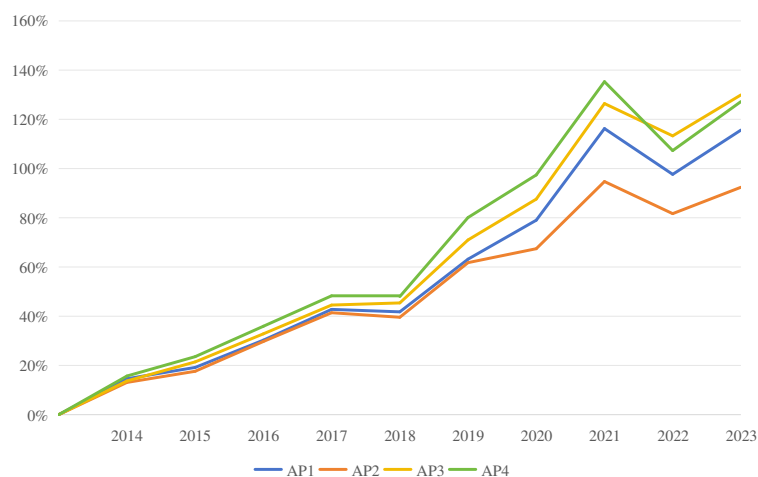


图 22 瑞典 AP1-4 基金累计收益率走势 (2014 年-2023 年)

资料来源：AP1-4 年报。

从累计收益率走势图中可以明显看出，AP2 在过去十年收益维度上一一直落后其它三家机构，且从程度上看，自 2020 年开始有扩大趋势。AP1 的累计收益亦持续落后，但差距并不如 AP2 显著，主要来自于风险水平有所差异。

具体观察 2020 年，AP2 与其它 AP 机构业绩差异主要来自于股票资产的收益落后。2020 年度，AP2 的瑞典境内股票组合与境外股票组合均是所有 AP 机构当中最差者。尤其是瑞典境外股票组合，其余的 AP 机构在 2020 年度均录得了正收益，最高者收益率为 14.3%，最低者收益率为 7.3%，但 AP2 的境外股票组合当年收益率为 -4.4%。根据 2020 年各 AP 机构的中期报告，AP2 的股票组合在上半年表现便已显著落后于其它 AP 机构的股票组合。2020 年上半年，AP2 的瑞典境外股票组合收益率约为 -12.8%，亏损幅度显著高于其余三家 AP 机构的境外股票组合。

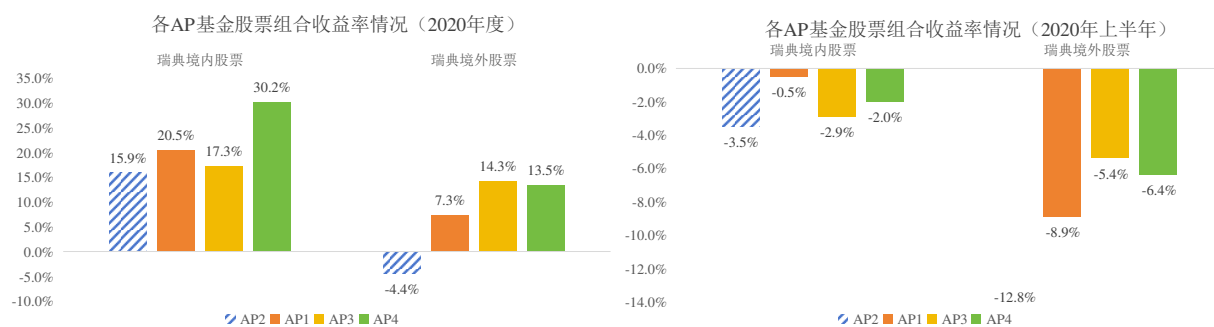


图 23 瑞典 AP1-4 股票组合收益率情况 (2020 年度与 2020 年上半年)

资料来源：AP1-4 年报、中报。

根据 AP2 年报披露的相对收益率数据，造成业绩落后的原因的可能有：一是基准制订有显著偏移，二是货币敞口相对其它 AP 机构暴露较高。AP2 股票组合在 2020 年度的业绩基准及其相对收益如下表所示。从超额收益率来看，与其自身制订的业绩基准相比，发达股票与新兴股票组合的超额收益率分别为-1.1%与-0.8%，在程度上显著小于与同业机构相比的落后幅度。因而股票组合业绩表现不佳，主要原因是其股票组合的基准收益率本身在 2020 年度为负（发达股票-2.6%、新兴股票-5.0%）。MSCI 官方数据显示，MSCI World Diversified Multifactor Index(与 AP2 境外发达股票组合基准可比)与 MSCI Emerging Markets Diversified Multifactor Index（与 AP2 新兴股票组合基准可比）2020 年度以美元计价的收益率分别为 11.51%与 11.75%，均为正值。由于 AP2 的基准为定制化因子基准，权重或与 MSCI 发布的公开基准有所差异。此外，考虑到瑞典克朗在 2020 年度相对美元显著升值（约 12%），因此如果境外货币敞口没有完全对冲，则以瑞典克朗计价的指数基准，收益率会从正变负。

表 3 AP2 2020 年度股票组合业绩 (实际组合、基准组合与超额收益)

AP2 2020年度股票组合业绩详情				
股票组合	业绩基准	组合收益率	基准收益率	超额收益率
瑞典境内股票	SEW Equal Weighted Sweden Index &	15.9%	12.0%	3.9%
	CSRX Carnegie Small Cap Return Index			
瑞典境外发达股票	MSCI World Multifactor (Adjusted Index)	-3.7%	-2.6%	-1.1%
新兴股票	MSCI Emerging Markets Multifactor (Adjusted Index)	-5.8%	-5.0%	-0.8%

资料来源：AP2 年报。

四、总结

通过对四国养老金的资产配置与投资组合业绩的分析，本文认为在以下几个方面对我国养老金开展长期资产配置与投资管理工作有一定借鉴意义。

一是以负债驱动投资，科学合理制定适合于自身的资产配置方案。四家机构各自禀赋有所差异，均体现在了它们各自的投资组合构建过程当中。挪威 GPF 短期内无需承担刚性支出义务，因此具有非常长的投资久期。随着其自身认知不断提高、机构职能不断明确，从 0% 开始，逐步提高了预期收益更高但同时波动亦更大的权益类资产的配置比例，直至当前的 70%。丹麦 ATP 则根据负债端养老支出情况，将组合划分为对冲组合与分红组合两部分，分别用于保障支出与远期增值，意图明确、结构清晰。即使分红组合 2022 年度经历大幅投资亏损，但由于事前已规划好组合结构，对冲组合全部由债券与利率风险对冲头寸组成，因此对于当期养老金给付义务没有造成任何影响。瑞典与芬兰则各自基于自身的精算测算结果，选择投资组合想要承担的风险水平，获取目标预期收益。

二是积极开展境外投资，分享他国经济增长带来的红利，对冲本土劳动收入下滑风险，夯实国民长久期养老待遇的健壮性。挪威 GPF 从设立之初便已明确禁止对挪威境内开展投资，必须开展全球投资，将从境外获取的石油收入投资于境外资产。成立之初从安全、流动与支付的角度，仅投资于各国国债。但不久之后，便显著扩大投资范围，持续用北海石油资源交换其它国家优秀上市公司的股权、债权，获取了长周期视角下他国技术进步与经济发展带来的资本收入。瑞典、芬兰在配置方案层面已体现出境外资产是其组合占比的重要成分，比例上均超过至少一半以上，从近十年的累计收益情况来看，取得了不错的成效。

三是对于在总组合层面通过风险因子预算配置模式仍值得商榷。丹麦 ATP 的分红组合从职能上作为远期的养老储备金，具有较强的配置灵活性、可接受风险水平较高，理论上亦可采用类似挪威 GPF 选用的参考组合模式对储备金开展配置。但 ATP 选择了以风险因子为基础、在风险预算层面开展配置的创新模式。该模式从理念上希望可以从资产表现的驱动因素出发，让组合实现因子层面风险相对均衡的目的。不过，从 ATP 过往的组合情况来看，其在风险因子层面的暴露度与其长期目标一直有较大偏离。从实践上讲，在风险因子的风险预算层面开展再平衡、引导组合回归风险配置的目标比例，有诸多的障碍和不便。此外，从

2022 年度与 2023 年度的收益特征来看，这种配置模式或许会引发顺周期“杀跌”行为。即，在组合遭受不利冲击时，风险预算机制会使投资组合被迫砍仓，而不是容忍账面损失，导致后续在资产表现恢复时，无法挽回前期亏损，造成永久性的实质损失，与长期投资的根本理念相悖。

四是可以尝试探索瑞典的“赛马”机制，将政府所承担的养老金投资责任以市场化形式分配给多家机构，从实践中找出较好的运作模式以及需要规避的问题。瑞典于 2001 年将一部分政府收到的养老金缴费平均分给了四家 AP 机构，让他们在相同资金属性、相同目标下对同样金额的养老资金开展资产配置与投资管理。即，四家机构所有的来自于政府的禀赋与约束全部相同。经过二十余年的实践，四家 AP 机构逐渐摸索出成熟的配置流程和投资体系。在宏观层面的共性均较为明显，负债驱动、长期投资、分散投资、责任投资是他们共同坚持的理念并付诸实践。但在微观层面上，存在的一定差异，也在长周期的组合业绩中予以体现。这种赛马机制对政府与公众而言，都提供了较好的素材，可以在不同机构间取长补短，找出一条最适宜本国国民的养老金投资模式与方法论。但亦需指出，这种探索需要长周期的耐心，给予各个参与赛马的市场化机构充分的时间（从瑞典的案例看已运行二十余年）以消除偶然性，因而需要主责部门承担一定的试错成本与道德风险，设计健全的监督机制以保障安全、缓释风险。

参考文献：

1. GPFG 年报（2014 年 - 2023 年）及其官网。
2. ATP 年报（2014 年 - 2023 年）及其官网。
3. Keva 年报（2014 年 - 2023 年）及其官网。
4. AP1-4 年报（2014 年 - 2023 年）、中报（2020 年）及其官网。
5. *Investing with a mandate*, Norges Bank Investment Management, 2021 年。

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。