

高质量发展破解低利率谜题（养老金篇）

从全球养老金看低利率时期资产配置

核心观点

2008 年金融危机后，全球普遍面临过度储蓄和有效投资不足的问题，导致资本产出率下降，进而形成了低利率甚至负利率的环境。本文通过研究各国养老金的股债配置情况，分析低利率时期资产配置的特点和趋势。

1. 日本 GPIF：权益类资产占比提升，被动投资间接增厚收益

自 20 世纪 90 年代以来，日本经历了从“低利率”到“零利率”甚至“负利率”的周期。期间，GPIF 逐步减少了国内债券的占比，同时提升了国内权益资产的占比。2001-2012 年期间，受政策组合约束，资产配置以国内固收资产为主，但固收配置比例明显下降。2012 年后，债券收益率持续下滑并长期低于股息收益率，GPIF 逐步降低了国内债券在政策资产组合中的比例，国内权益占比从 2016 财年的 23.3% 增长至 2023 年末的 24.7%，相应地，国内债券占比从 31.7% 调整至 25.8%。此外，GPIF 的被动投资规模持续扩大。

2. 德国 BVK 养老金计划&挪威 GPFG：权益投资为主，零利率时期更侧重配置权益资产

欧元区的低利率周期大致可以划分为三个阶段：低利率时期（2009 年 2 月-2016 年 2 月）、零利率时期（2016 年 3 月-2022 年 6 月）、加息初期的低利率环境（2022 年 7 月-2022 年 10 月）**德国 BVK 养老金计划**：权益资产占比持续上升，而固收资产占比明显下降的趋势。在加息周期初期，对债券实现一定增配。在权益资产的行业选择方面，以多元化投资组合方式分散风险，逐渐提升科技行业占比。**挪威 GPFG**：权益配置与股市走势相吻合，固收资产配置则与债券收益率趋势保持一致。GPFG 倾向于增加权益资产投资以提升收益，尤其在零利率条件下，其对权益资产的配置增幅更为显著。在行业配置上，GPFG 采取了较为分散的策略，有效降低了行业层面的风险，科技和消费行业的占比有所上升，而能源与原材料行业的占比则相应下降；固收资产的占比呈下降趋势，政府债券占据主导地位，而公司债占比则呈现增长态势。

3. 韩国 NPF：固收资产为主，权益投资比重增加

国内固定收益资产是 NPS 资产配置的主要组成部分。自 2011 年以来，NPS 的权益资产占比经历了显著提升，受股市波动较大的影响，权益资产的占比也随之出现较大波动，与股市走势保持高度一致。国内固收投资中，市政债券的投资占比持续攀升，而国债、公司债等资产的配置比重则逐步缩减；国内权益投资方面，科技与工业领域的占比有所提升。

4. 加拿大 CPPIB：权益投资为主，私募股权与公开市场股票占比趋于均衡

低利率时期 CPPIB 的股债配置变化分三个阶段：2008-2014 年：金融危机后，CPPIB 减少权益资产配置至 50%，固定收益资产回升至 33%。2015-2018 年：权益资产占比回升至约 60%，主要因私募股权投资增长，固定收益资产占比降至 11%，政府债券占比下降，其他债券上升。2020 年至今：股债配置随市场走势变化，权益配置持续上升，固定收益配置下降。

风险提示：历史复盘对未来指引有限，资本市场政策出现调整，文中个股仅作数据梳理，不构成投资推荐意见。

策略研究 · 策略专题

证券分析师：王开

021-60933132

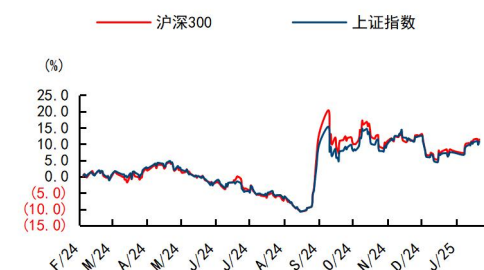
wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	6704.88/7.47
创业板/月涨跌幅 (%)	2226.98/7.73
AH 股价差指数	134.45
A 股总/流通市值 (万亿元)	80.25/73.44

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《AI 赋能资产配置——DeepSeek 对国信多元资产配置框架的优化》——2025-02-19
- 《资金跟踪与市场结构周观察(第五十三期)——市场成交再度活跃》——2025-02-18
- 《中观高频景气图谱(2025.2)——电子产业链景气提振》——2025-02-17
- 《估值周观察(2月第2期)——交投情绪驱动 AI 持续拔估值》——2025-02-16
- 《策略周思考-从低估值到硬科技》——2025-02-13

内容目录

低利率环境形成背景及对资产配置的挑战	5
低利率时期全球养老金股债配置分析	8
日本 GPIF：权益类资产占比提升，被动投资间接增厚收益	8
德国 BVK 养老金计划&挪威 GPFG：权益投资为主，零利率时期更侧重配置权益资产	18
韩国 NPF：固收资产为主，权益投资比重增加	28
加拿大 CPPIB：权益投资为主，私募股权与公开市场股票占比趋于均衡	34
各国养老金股债配置的同与不同	38
风险提示	40
参考文献	40

图表目录

图 1: 全球主要经济体的经常账户盈余和赤字占 GDP 情况	5
图 2: 全球储蓄快速增长, 明显超出固定资本形成增长斜率	5
图 3: 美国的 ROIC 与长期利率走势基本一致	6
图 4: 不同利率环境对股债的影响	6
图 5: 日本低利率时期各阶段股债表现情况	7
图 6: 加拿大、挪威、日本、韩国、德国公共养老储备基金规模和管理体制	8
图 7: 90 年代后, 日本经济增长和 CPI 同比中枢下滑	10
图 8: 日本低利率环境下的股市表现	11
图 9: 日本低利率环境下的国债收益率情况	11
图 10: 2008 年之后, 股票收益率高于债券收益率	13
图 11: GPIF 政策资产组合及各类资产配比偏差范围变化	13
图 12: 股票和债券指数变化情况	14
图 13: 不同阶段的各类资产收益率情况	14
图 14: 2001-2012 年 GPIF 投资收益率变化趋势 (%)	14
图 15: 2013-2023 年 GPIF 投资收益率变化趋势 (%)	15
图 16: GPIF 的股债资产配置情况	15
图 17: GPIF 实际资产投资情况	15
图 18: 近年来 GPIF 被动投资占比超 80%	16
图 19: 2023 财年各资产类别的主动与被动投资占比情况	16
图 20: GPIF 管理费用及占基金资产规模的比重	17
图 21: 2023 财年各资产类别的管理费用情况	17
图 22: GPIF 收益率情况	17
图 23: 低利率环境下欧元区政策利率变化及股市表现	19
图 24: 低利率环境下欧元区政策利率变化及债券收益率变化情况	20
图 25: 欧元区 GDP 及 CPI 增速变动情况	22
图 26: 2010 年以来, 欧元区潜在经济增速下滑	22
图 27: 欧元区主要市场债券收益率走势	22
图 28: 欧元区主要市场股票指数走势	22
图 29: 德国 BVK 投资组合变动情况	23
图 30: 德国股指和债指走势变化情况	23
图 31: 德国 BVK2021 年股票行业组成情况	23
图 32: 欧元区 2019-2021 年各行业投资回报变化情况	23
图 33: GPFG 基准指数中的各类资产占比变化情况	24
图 34: 欧元区 PMI 基本走势	25
图 35: GPFG 各类别资产收益率变动情况	25
图 36: GPFG 权益资产占比与股市走势	26
图 37: GPFG 固收资产占比与债券收益率走势	26

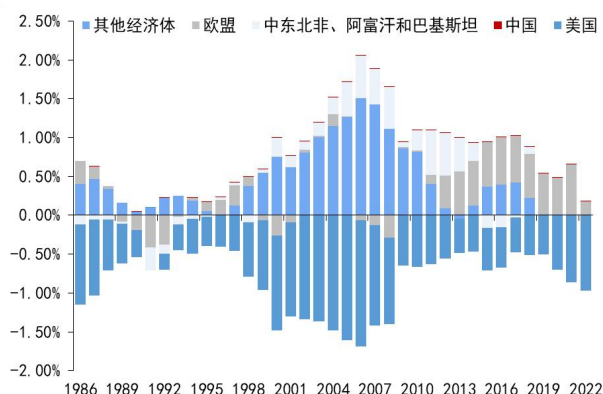
图 38: GPFG 各类型债券资产占比	27
图 39: GPFG 各行业权益投资额占比	27
图 40: GPFG 各行业权益投资收益情况 (%)	27
图 41: 2013-2023 年 GPFG 权益投资重仓股前十名	28
图 42: 韩国政策利率与国债收益率走势	29
图 43: 韩国政策利率与股市走势	29
图 44: 韩国 GDP 及出口总额变化情况	30
图 45: NPF 战术投资组合各资产占比变动情况	31
图 46: NPF 国内固收资产占比与国债收益率走势	32
图 47: NPF 国内权益资产占比与股市走势	32
图 48: NPF 国内固收资产的具体构成	33
图 49: NPF 国内权益资产的具体构成	33
图 50: NPF 前十大持仓公司构成情况	33
图 51: 加拿大政策利率与股市走势	34
图 52: 加拿大政策利率与国债收益率走势	34
图 53: CPP 固收资产配置与国债收益率走势情况	35
图 54: CPP 权益资产配置与股市走势情况	35
图 55: 基础 CPP 的参考组合演变	35
图 56: CPP 各类别权益资产的收益率变化情况	35
图 57: CPP 权益资产的具体构成	36
图 58: CPP 私募股权的行业投资结构	36
图 59: CPP 固收资产的具体构成	37
图 60: CPP 可流通政府债的配置明显上升	37
图 61: CPP 其他固收资产的行业配置情况	37
图 62: 低利率时期各国养老金资产配置情况对比	39

低利率环境形成背景及对资产配置的挑战

1、低利率、负利率成因：过度储蓄和有效投资不足

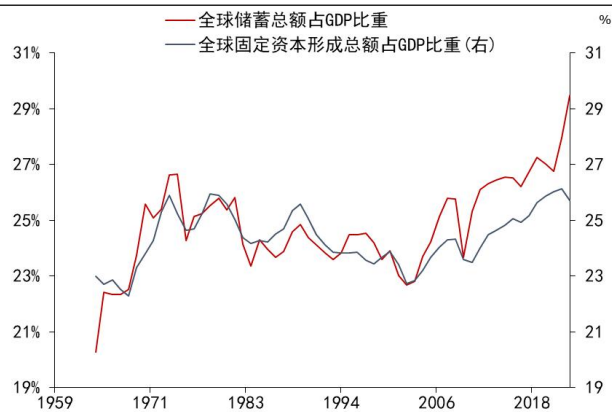
过度储蓄和有效投资不足引至资本产出率下降，形成低利率环境。金融危机之前，全球的资本产出率与储蓄率间始终维持较强的相关性，居民储蓄行为变迁、储蓄率的调整追随着资本产出率的变化。2008 年次贷危机爆发后，中长期的避险情绪驱动居民的储蓄行为加剧，储蓄率达到历史高点，而全球资本产出率却出现了显著的下行，与储蓄率间形成缺口。储蓄率的高企、单位产出所需资本的减少导致了储蓄的过剩，全球过剩资本通过国际资金流动输入到经常账户持续赤字的美国，与此同时，产能过剩成为各国面临的重要议题，。

图1：全球主要经济体的经常账户盈余和赤字占 GDP 情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2：全球储蓄快速增长，明显超出固定资本形成增长斜率

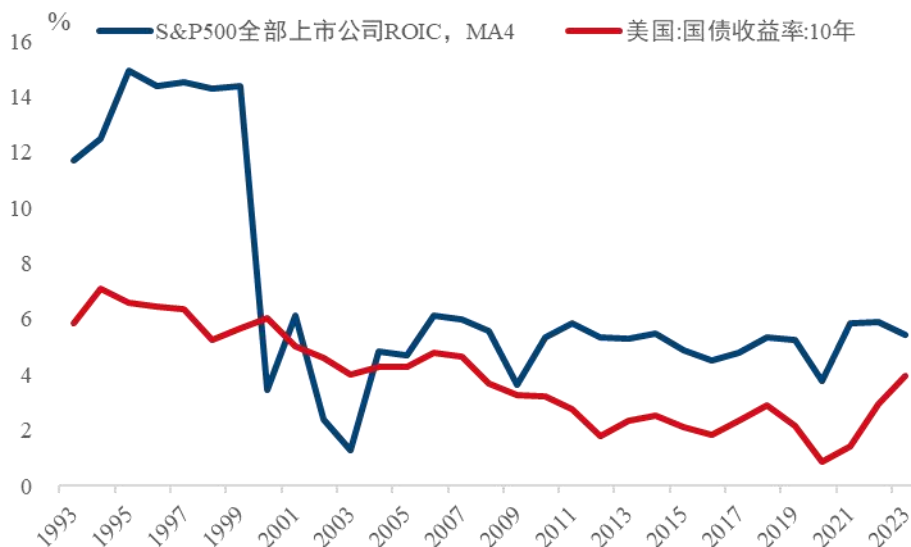


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

资本产出率是投资回报率的影子指标，后者则是全球债券价格背后的锚。利率作为市场资金成本的重要表征，最终是由社会平均回报率决定的，即实体经济的变化直接反映在社会平均回报率上，并带来利率尤其是政策利率“被动”动态调整。尤其是对于海外发达市场，经济周期下行时，市场主体能够充分出清，融资需求的下降幅度能够较好地反映增长周期的波动和中枢趋势，使得利率走势和社会平均回报率走势基本一致。

以美国为例，以 S&P500 全部上市公司的投资回报率（ROIC）作为衡量社会平均回报率的指标之一，ROIC 的走势与长期利率波动走势基本一致，尤其是 2004 年以来，ROIC 与长期利率的绝对数值关系趋于平稳，ROIC 构成了长期利率的“底部”支撑。

图3: 美国的 ROIC 与长期利率走势基本一致



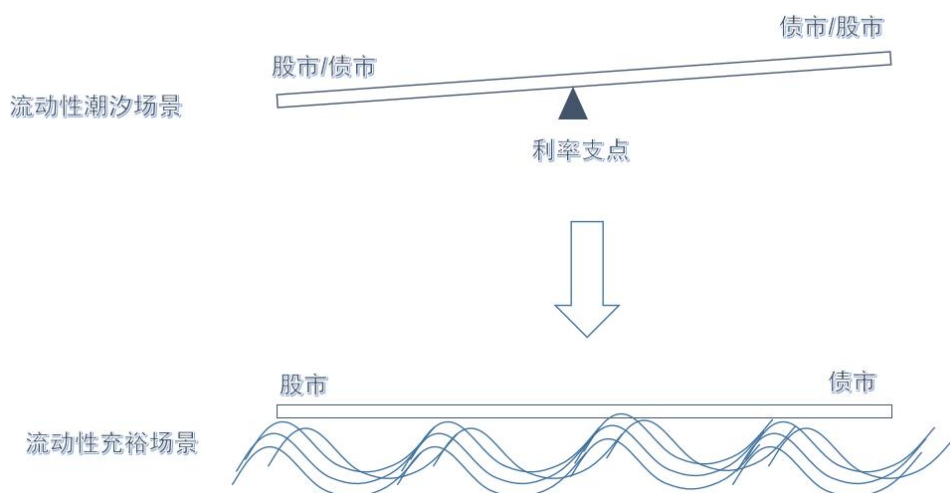
资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

2、低利率环境下的股债表现情况

在不同利率环境下, 股债资产之间的关系有所不同, 市场中投资者对风险资产的偏好以及债券市场的波动性也有所不同。当利率较高时, 股债资产表现类似于有支点的跷跷板, 即股债之间存在一定的平衡关系; 而在利率较低、流动性充裕的环境下, 则更像是飘在水流上的板子, 缺乏明确的平衡支点。

在不同利率环境下, 市场中投资者对风险资产的偏好以及债券市场的波动性也会有所不同。在低利率环境中, 投资者在股债大类资产选择上更倾向于股票, 而在股票中则偏好风险较低的高股息资产。在债券市场上, 投资者更关注票息收入, 而非利率微小变动所带来的资本利得。

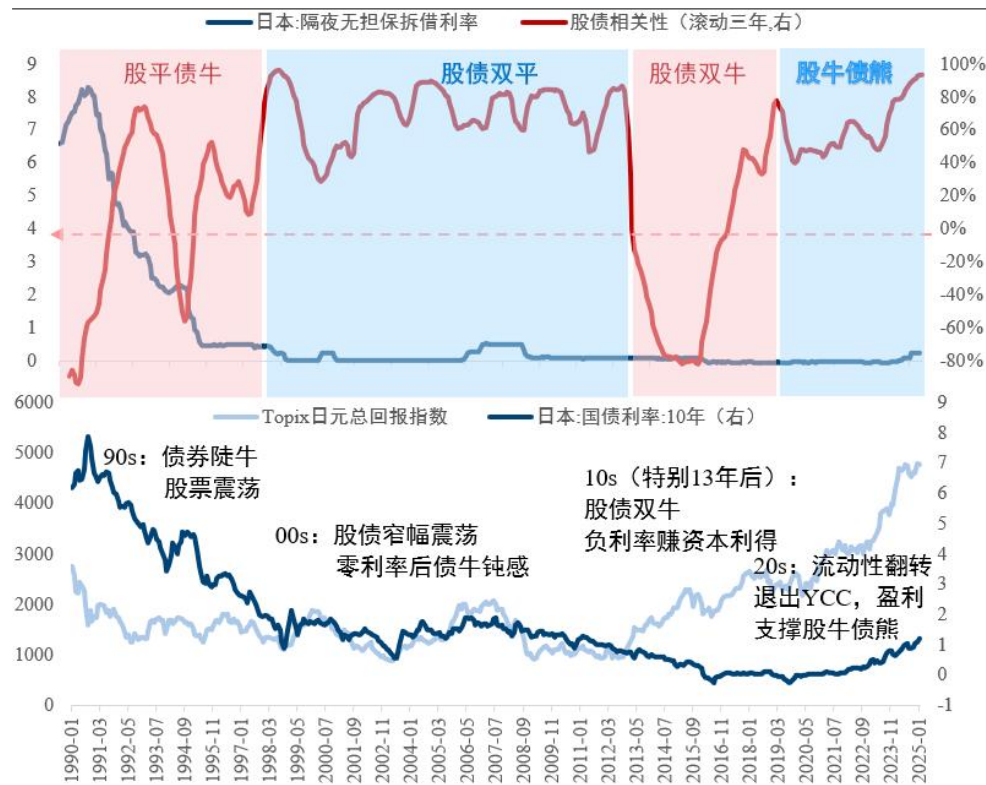
图4: 不同利率环境对股债的影响



资料来源: 国信证券经济研究所绘制

低利率环境给资产配置带来了诸多挑战，因为整体资产的实际收益率下降。同时，低利率意味着流动性供给相对需求更为充裕，常常会出现“资产荒”的情况。许多发达经济体都经历过长期的低利率环境。

图5：日本低利率时期各阶段股债表现情况



资料来源：万得，彭博，国信证券经济研究所整理

通常情况下，债券收益率会先快速下降，随后长期低位震荡。对比日本和欧洲的经验，随着央行连续降低政策利率，国债和企业债利率也随之下降，债券市场经历了长期的牛市行情。其中，短期利率随政策利率更快调整到位，随后随着长期利率的下降，收益率曲线逐步走平。在利率快速下行期，随着利率的快速下行，债券收益率随之下降，债券价格上涨，短期内产生大量资本利得，债券投资的收益通常会超过股票等其他大类资产。然而，在零利率甚至负利率时代开启后，债券收益率进一步下降的空间有限，保持低位震荡，债券票息的吸引力下降。

在股票资产方面，利率下降初期，由于经济衰退的压力较大，股票价格通常会经历大幅下挫。进入零利率或负利率区间后，由于比价效应的存在，投资者更倾向于投资股票而非债券，尤其是高股息股票的性价比更加突出，投资者更愿意承担一定风险以追求更高回报。此后，尽管流动性较为宽松，但低利率是否能够带动估值提升、股市向好，主要还是取决于经济表现。

总结来看，在利率快速下降的初期，债券投资短期内会产生大量资本利得，通常会跑赢股票等其他大类资产。而在零利率甚至负利率时代开启后，债券收益率进一步下降的空间有限，保持低位震荡，债券票息的吸引力下降。由于比价效应的存在，投资者更倾向于投资股票而非债券，尤其是高股息股票的性价比更加突出。后期，如果扩张型财政政策能够提效发力，带动经济逐步企稳，股市有望进一步跑赢其他资产。

低利率时期全球养老金股债配置分析

长期的低利率环境对于各国养老基金的资产投资收益带来了较大挑战，我们以各国养老金为主要研究对象来判断日本机构投资者如何应对低利率环境。

图6: 加拿大、挪威、日本、韩国、德国公共养老储备基金规模和管理体制

国家	日本	韩国	加拿大	挪威	德国
基金名称	公共养老基金 (GPIF)	国家养老基金(NPF)	养老金计划储备基金 (CPP)	全球政府养老基金 (GPFG)	BVK 养老金计划
建立时间	2006	1998	1997	1990	1995
基金类型	SSRF	SSRF	SSRF	SPRF	SSRF
规模	16253 亿	8023 亿	4690 亿	15575 亿	1205 亿
主管部门	厚生劳动省	卫生福利部 (MOHW)	退休金计划(CPP)	财政部	
行政管理	职责	指导基金的投资目标和中长期规划，并对行政办公室的业务执行情况进行监督。	负责养老金计划的设计、融资政策和行政管理，对加拿大联邦及省政府负责	制定 GPFG 的制定关键性限制，包括基准的投资组合、基准投资回报率和风险上限，并报挪威议会申请批准	
管理实体	名称	年金基金管理运用独立行政法人 (GPIF)	国民年金管理公团 (NPS)	CPP 投资委员会 (CPPIB)	挪威 (中央) 银行
	任命	理事长由厚生劳动大臣直接任命	主席由卫生福利部委任，并报请总统批核	联邦财政部长与各省财政部长协商后，在提名委员会的协助下任命董事会成员。提名委员会主席由联邦任命，各省任命一名代表	按照挪威银行的规则由银行董事会聘任
	职责	内设资产运用委员会、监察委员会和行政办公室，资产运用委员会负责制订政府养老金投资基金的中期计划，并对行政办公室运行的业务执行情况进行监督	内设基金管理中心 (NPSIM) 专门负责战略资产配置、投资、市场监测及投资组合管理，另设有国民年金研究所、风险管理委员会、审计办公室、合规专员	只负责对 CPP 转移给它的基金进行投资管理——CPPIB 董事会批准投资政策，与管理层一起确定组织的战略方向，并做出关键的运营决策	挪威银行董事会将该基金的业务管理委托给下属投资管理部门(NBIM)，NBIM 依据基准投资政策灵活地选择投资对象
					德国 BVK 是公共法律下的自我管理组织

资料来源：刘文等（2020）.《国际视角的公共养老储备基金资本化运作及投资业绩研究》，各国公共养老储备基金管理机构网站，国信证券经济研究所整理 注：由于各国的财政年度划分不同，规模数据截止到各国最新年报期末，韩国、挪威、德国是 2023-12-31，加拿大、日本是 2024-03-31

日本 GPIF：权益类资产占比提升，被动投资间接增厚收益

1、日本低利率环境形成及股债表现

自上世纪 90 年代以来，日本先后经历“低利率”到“零利率”甚至“负利率”周期。（1）低利率时期（1991-1998）：20 世纪 80 年代，日本实施金融自由化政策，推动了信贷的快速扩张。1985 年“广场协议”签署后，日元面临显著的升值压力。为了应对这一挑战，日本央行采取了宽松的货币政策，这一政策在一定程度上促成了资产泡沫的逐渐形成。1989 年末，日本央行决定加息，高利率政策刺破泡沫，日本股市崩盘，政策利率随之下调，1991 年 7 月到 1995 年 9 月日本央

行连续 9 次下调政策利率，政策利率对应从 6.0% 降至 0.5%¹。政策利率的连续调整带来债券收益率的快速下行，日本 10 年国债收益率从 1991 年初的 6.5% 左右下行到 1998 年底的 1.5%。从期间股市表现来看，资产泡沫破裂影响下，股票市场大幅下挫，Topix 日元总回报指数自 1990 年的高位累计下跌近 108.9%。

(2) 零利率时期(1999-2016)：1996 年，日本银行业坏账问题爆发，随后 1997 年日本实施财政紧缩政策，同时亚洲金融危机爆发，这些因素共同导致日本经济陷入衰退。为了应对经济困境，日本央行采取了一系列货币政策措施。1999 年 2 月，日本央行将政策利率降至 0.15%，并在同年 9 月进一步降至 0%，正式开启零利率时代。1999 年 10 月，日本央行开始直接购买 2 年期国债，标志着量化宽松政策(QE)的启动。然而，在 2000 年 8 月至 2001 年 2 月期间，日本央行曾短暂地将政策利率提升至 0% 以上，但随后在 2001 年 3 月又重新将利率降至 0%。

鉴于实际政策利率已降至 0，日本央行将货币政策操作目标由价格转向总量，央行通过不断加码 QE、QQE、YCC 等货币政策工具以推动经济增长。

阶段一：2000-2008 年

2001 年，央行首次提出量化宽松政策(QE)，将政策目标从调整货币基准利率转变为金融机构在央行的活期存款余额，并通过买卖长期国债来调节市场流动性。在此期间，10 年期国债收益率降至 1.5% 以下。同时，科网泡沫破灭后的全球经济复苏带动了日本出口的回升，日股也迎来了一波小反弹。

阶段二：2008-2012 年

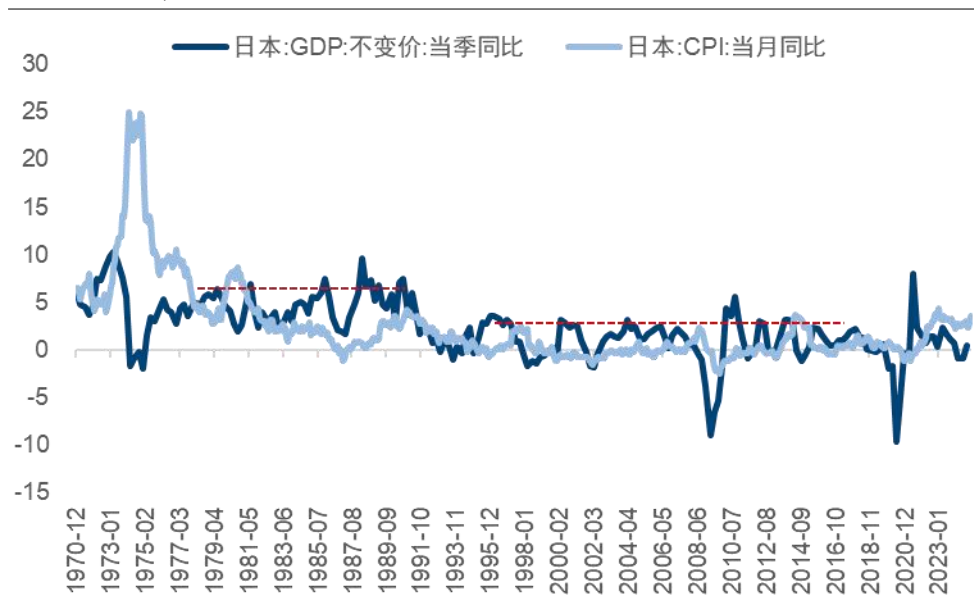
受美国次贷危机的冲击，日本政府于 2008 年开启了全面量化宽松政策。与 2001 年量化宽松政策期间在必要时直接购买长期国债不同，此次政策改为直接购买长期政府债券。日本央行的资产负债表开始扩张，债券收益率进一步下行。由于债券收益率长期维持在低位，这一阶段的市场环境较为特殊。

经济持续低迷的背景下，股市长期不景气，债券收益率长期维持在低位。2009 年，日本经济触底反弹，叠加日本央行重启资产购买计划，日本股市在 2009 年出现拐点。然而，这一反弹缺乏持续动力，由于人口老龄化加剧、制造业外迁等中长期因素，日本的潜在增长率正在快速下降。尽管日本央行长期维持极低利率，但对经济的刺激效果并不显著。日本实际 GDP 增速的中枢为 0.79%，较 1990 年以前有明显回落。同期，CPI 同比平均仅为 0.1%，与 2% 的目标仍有较大差距。

此外，受到日本政坛动荡、欧债危机以及日本“311”大地震等多重冲击，日股呈现震荡下行趋势。总的来看，在经济持续低迷的背景下，当地企业盈利明显受挫，主导了股市长期不景气表现。

¹ 注：1995 年之前的政策利率是贴现率，1996 年后调整为无抵押隔夜拆借利率

图7: 90 年代后, 日本经济增长和 CPI 同比中枢下滑



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

阶段三: 2013 年至今

2013 年, 安倍经济政策带动日本经济持续温和回升, 日经指数实现反弹。2013 年, 资产购买计划转变为质化和量化宽松政策 (QQE)。日本央行将货币政策操作目标调整为基础货币的调节, 计划在一年内增加 60-70 万亿日元, 并通过市场操作将 10 年期国债利率水平控制在 0% 左右。随着债券收益率的进一步下行, 10 年期国债收益率持续处于低位环境。期间, 股市表现迎来触底反弹阶段。

(3) 负利率时期 (2016-2024.02)

债券曲线走平, 期限利差压缩, 日股进入持续上行期。2016 年, 日本央行引入“负利率”政策, 将政策利率设定为 -0.1%, 继续推行超宽松货币政策。同年 1 月, 日本央行实施负利率 (NIR), 导致短期利率降至 0 以下并持续多年。2016 年 9 月, 日本央行进一步实施收益率曲线控制 (YCC), 将长期利率维持在接近 0 的水平。反映在资产收益方面, 10 年日债收益率总体呈下行趋势, 并且在 2016 至 2020 年间跌破 0%, 期限利差也不断压缩; 在“安倍三支箭”的影响下, 日股实现了大幅反弹, 迎来持续上行期。

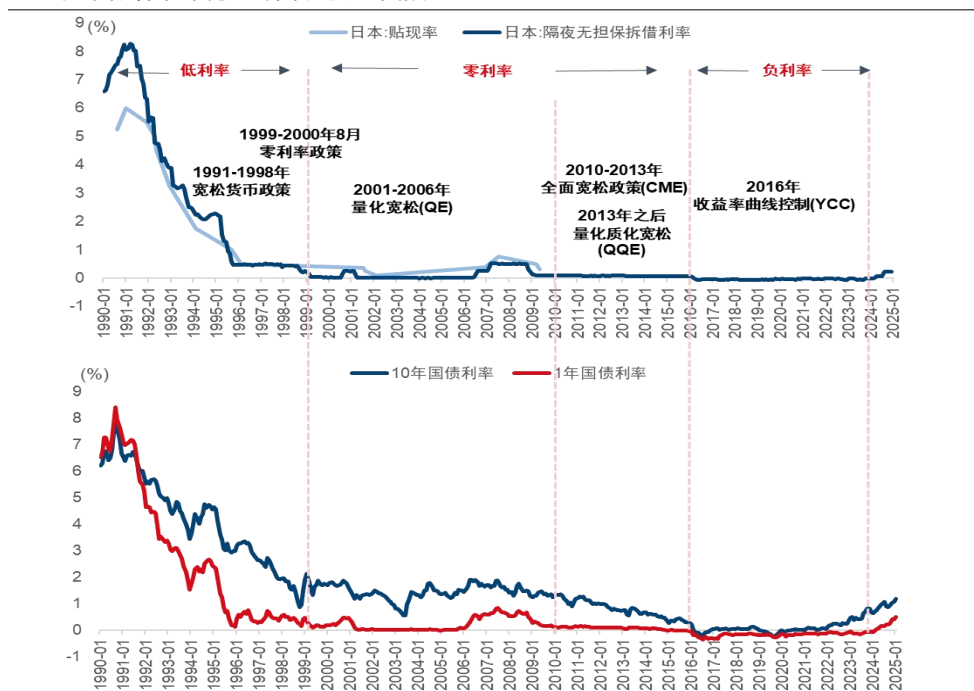
自 2022 年起, 随着宏观形势的演变, YCC (收益率曲线控制) 的目标区间经历了多次调整放宽。通胀形势的变化为日本央行的政策正常化铺平了道路, 利率呈现出逐渐上升的趋势。2024 年 3 月, 日本央行宣布上调政策利率, 这是自 2007 年以来, 时隔 17 年的首次加息, 标志着持续多年的负利率政策正式结束。

图8: 日本低利率环境下的股市表现



资料来源: 万得, 彭博, 许坤等 (2020). 《日本货币政策框架: 目标, 工具与操作实践》, 国信证券经济研究所整理

图9: 日本低利率环境下的国债收益率情况



资料来源: 万得, 彭博, 许坤等 (2020). 《日本货币政策框架: 目标, 工具与操作实践》, 国信证券经济研究所整理

2、机构资产配置情况

政府养老金投资基金（GPIF）成立于 2006 年，其前身是 2001 年成立的“养老金运用基金”，主要负责管理和投资厚生劳动省委托的储备资产，以确保国民年金和厚生年金的稳定支付。厚生劳动省作为 GPIF 的上级监管部门，GPIF 具体承担养老储备基金的管理和投资运作职责。

（1）GPIF 资产管理要求

日本储备基金直接受政府部门管理，厚生劳动省(负责医疗卫生和社会保障的部门)负责政府年金基金(GPIF)的行政管理，养老基金管理运营独立行政法人(GPIF)负责具体运营与管理。GPIF 自身并不直接进行养老金基金投资(只负责部分财政投资与贷款项目中政府债券的运营)，在制定投资计划后交给专业的外部投资机构运作，负责挑选、监督和评估外部投资机构。

日本厚生劳动省至少每五年对 GPIF 精算，调整中期收益目标，截至目前已制定过四次中期目标。厚生劳动省以实际投资回报率（净投资收益-名义工资增长率）作为衡量 GPIF 业绩的指标，至少每五年对养老金进行一次财政验证（Financial Verification），据此制定基于经济和人口发展形势下 GPIF 的目标投资回报率。截至目前，厚生劳动省已制定过四次中期目标。目前，GPIF 实施的最新政策资产组合应当满足的投资目标是：在风险最小的情况下达到实际投资回报率为 1.7%。

随着利率的下行，国内债券收益率显著降低，促使 GPIF 逐步调低了国内债券在资产组合中的比例，提升权益类资产的占比。基于中期目标，GPIF 依据均值方差模型，每五年对政策资产组合进行一次修正。2006 年至今，日本监管机构多次调整了配资政策指引。2012 年，日经 225 指数全年上涨 12.94%，标准普尔 500 指数上涨 13.41%，当年 10 月，日本厚生劳动省和政府养老投资基金管理层就开始讨论资产组合政策调整，商议结果决定在 2013 年 6 月至 2014 年 10 月调低国内债券持有比例，同时调高国外债券和股票占比。随后，监管机构迅速明确了 2014 年 10 月至 2020 年 3 月的资产配置指导原则，国内债券、国内股票、海外债券和海外股票权重分别为 35%、15%、25%和 25%；2019 年，再将国内债券、国内股票、海外债券和海外股票权重调整为各占 25%，使政府养老投资基金成为国际化均衡型投资组合。

从调整历程来看，GPIF 逐渐降低了国内债券在政策资产组合中的配置比例，从 2006 年的 67%逐步调降至当前的 35%；与此同时，国内权益与国外权益资产的占比则持续提升。这一调整主要是受到日本股债资产收益率变化的影响：2008 年之后，日本国内债券收益率持续走低并持续低于股息收益率（图 10）。对 GPIF 而言，继续保持高比例的国内债券资产配置，将难以满足养老金稳定增值的中期目标。

图10: 2008 年之后, 股票收益率高于债券收益率



资料来源: 彭博, 万得, 国信证券经济研究所整理

图11: GPIF 政策资产组合及各类资产配比偏差范围变化

时段	内容	国内债券	海外债券	国内股票	海外股票	短期资产
2006 年 4 月 ~2013 年 6 月	政策资产组合	67%	8%	11%	9%	5%
	浮动范围	±8%	±6%	±5%	±5%	
2013 年 6 月 ~2014 年 10 月	政策资产组合	60%	11%	12%	12%	5%
	浮动范围	±8%	±6%	±5%	±5%	
2014 年 10 月 ~2020 年 3 月	政策资产组合	35%	15%	25%	25%	
	浮动范围	±10%	±9%	±4%	±8%	
2020 年 4 月至今	政策资产组合	25%	25%	25%	25%	
	浮动范围	±7%	±6%	±8%	±7%	
		±11%		±11%		

资料来源: GPIF 年报, 国信证券经济研究所整理

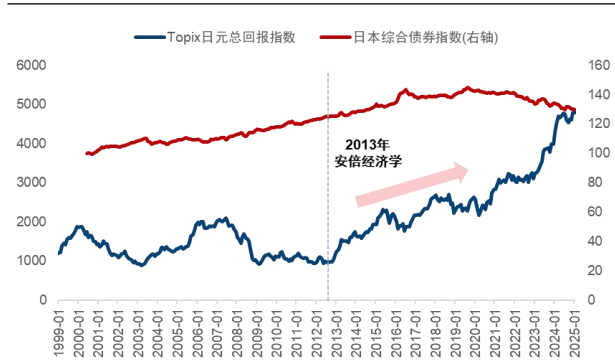
(2) 实际投资组合:

反映在实际投资组合中, GPIF 的实际资产配置遵循政策资产组合的要求, 整体呈现债券资产占比下降而权益资产占比提升的趋势。

● 2001-2012 年资产配置策略: 固收为主, 集中于国内投资

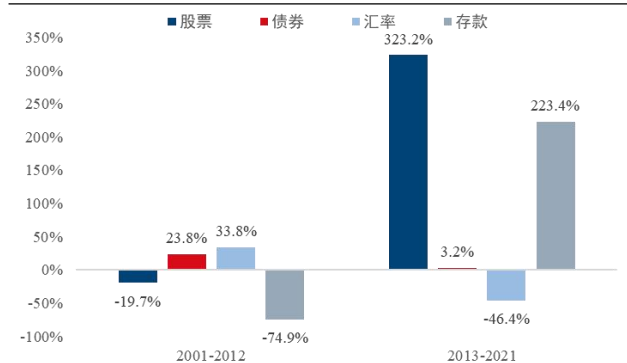
2008 年之前, GPIF 的策略以配债为主, 且固收占比逐渐上升, 2008 财年达到了历史高位, 占比 73.9%; 之后, 固收配置比例逐渐下降, 在 2013 年占比降至 60% 以下。固收配置较高背后是债券指数上行, 而股市持续下跌。受日本银行量化宽松货币政策影响, 国内债券收益逐年下降, 政府养老投资基金资金集中流向了国内债券和国内股票, 国际配资占比不高。从债券资产收益看, 90 年代利率快速下行期, 债券的配置吸引力明显抬升, 期间债券全价指数累计上涨 23.8%。日本股市延续 90 年代以来的下跌趋势, 股票价格持续下降, 股票收益率持续走低; Topix 股价指数 (含股息) 从 2000 年的 1874 点 (2000 年 2 月) 跌至最低点 (2009 年 2 月) 的 914 点, 跌幅高达 51.2%。

图12: 股票和债券指数变化情况



资料来源：彭博，万得，国信证券经济研究所整理

图13: 不同阶段的各类资产收益率情况



资料来源：彭博，万得，国信证券经济研究所整理 注：股票参考 Topix 日元总回报指数，债券参考综合债券指数，存款参考 1-2 年定期存款平均利率，汇率参考日元兑美元汇率

在此期间，政府养老投资基金组合的整体表现相当平稳，特别是在危机之中更是彰显出多元化投资的优势。2001 和 2002 年度，国内股票市场分别下跌 23.5% 和 18.23%，标普 500 指数分别下跌 13.4% 和 23.37%，但由于债券收益组合冲销了股市风险，投资组合收益仅下跌了 1.8%、5.36%。同样，2007-2009 财年，股票市场表现较差，但政府养老投资基金的组合收益也只下跌了 6.1% 和 7.57%。

总的来看，在此期间，政府养老投资基金微调了债券持有比例，即调低了国内债券权重，增加了海外债券占比；微调了组合的股票持有比例，即调低了国内股票权重，提高了海外股票占比。政府养老投资基金管理策略决定了投资组合收益水平，这段时间年均收益仅为 2.13%。

图14: 2001-2012 年 GPIF 投资收益率变化趋势 (%)

年份	总收益率	国内债券	海外债券	国内股票	海外股票	日本国债	美国债	日经 225	标普 500
2001	-1.8	0.9	6.2	-17.1	3.7	1.6	5.0	-23.5	-13.4
2002	-5.4	4.2	15.2	-25.4	-32.2	1.3	4.6	-18.2	-23.4
2003	8.4	-1.8	0.2	50.3	23.8	1.1	4.0	24.3	26.4
2004	3.4	2.1	11.4	1.6	15.4	1.1	4.3	7.6	9.0
2005	9.9	-1.4	7.7	50.1	28.2	1.5	4.3	40.2	3.0
2006	4.6	2.2	10.2	0.5	17.5	1.4	4.8	6.9	13.6
2007	-6.1	3.3	-0.3	-28.0	-17.1	1.8	4.6	-11.1	3.5
2008	-7.6	1.4	-6.8	-35.6	-43.2	1.6	3.7	-42.1	-38.5
2009	7.9	2.0	1.3	29.4	46.1	1.5	3.3	19.0	23.5
2010	-0.3	2.0	-7.1	-9.0	2.2	1.3	3.2	-3.0	12.8
2011	2.3	2.9	4.8	0.6	0.5	1.1	2.8	-17.3	0.0
2012	10.2	3.7	18.3	23.4	28.9	1.0	1.8	22.9	13.4

资料来源：王应贵等（2023）。《日本政府养老投资基金资产配置和投资收益分析》，GPIF 官网，Macrotrends 官网，国信证券经济研究所整理

● 2013-2024 年资产配置策略：股债逐渐均衡，增加国际化投资

GPIF 增加了对国内外权益类资产的投资比例，逐步呈现股债均衡的配置策略。

GPIF 逐步增加了对国内外权益类资产的投资比例，逐渐形成了股债均衡的配置策略。由于厚生劳动省将 GPIF 的实际回报率目标上调，且 2012 年以来较为宽松的货币政策使得债券利率下行，高比例的债券配置已无法满足收益率要求。因此，

GPIF 通过调整资产组合，逐步降低国内债券的占比。与此同时，国内外股票市场的主要股指几乎一路上涨，为投资者带来了可观的投资回报。2012-2021 年期间，除了 2018 年外，世界主要股票指数表现十分突出。日经 225 指数与美国标准普尔 500 指数亦步亦趋，股票市场的投资收益远超第一阶段。提升境内股票、境外债券及境外股票的配置比例，有望为 GPIF 带来更高的收益。总的来看，GPIF 通过调整资产组合，逐步降低国内债券占比，同时提升境内股票的配置比例。2016-2022 财年，国内债券占比从 31.7% 下调至 2023 年末的 25.8%；相应地，国内权益占比从 23.3% 上涨至 2023 年末的 24.7%。

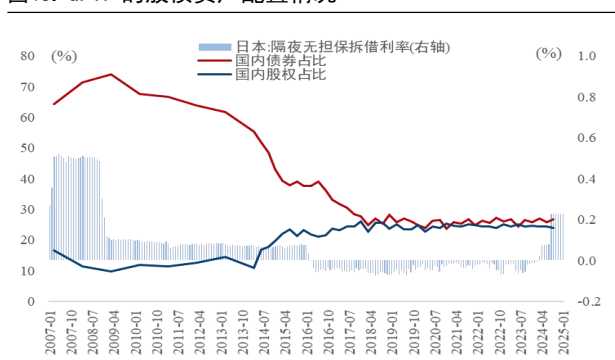
2024 年以来，随着日本央行宣布上调政策利率，负利率时代的终止有望推动固收资产收益提升，在政策投资组合的调整范围内，GPIF 逐渐提升了国内债券的投资比重，2024 年三季度占比为 26.7%；国内固收比重则下降为 24%。

图15: 2013-2023 年 GPIF 投资收益率变化趋势 (%)

年份	总收益率	国内债券	海外债券	国内股票	海外股票	日本国债	美国债	日经 225	标普 500
2013	8.6	0.6	14.9	18.1	32.0	0.7	2.4	56.7	29.6
2014	12.3	2.8	12.7	30.5	22.3	0.5	2.5	7.1	11.4
2015	-3.8	4.1	-3.3	-10.8	-9.6	0.3	2.1	9.1	-0.7
2016	5.9	-0.9	-3.2	14.9	14.2	-0.1	1.8	0.4	9.5
2017	6.9	0.8	3.7	15.7	10.2	0.1	2.3	19.1	19.4
2018	1.5	1.4	2.7	-5.1	8.1	0.0	2.9	-12.1	-6.2
2019	-5.2	-0.4	3.6	-9.7	-13.1	-0.1	2.1	18.2	28.9
2020	25.2	-0.7	7.1	41.6	59.4	0.0	0.9	16.0	16.3
2021	5.4	-1.0	2.3	2.1	18.5	0.1	1.5	4.9	26.9
2022	1.5	-1.7	-0.1	5.5	1.8	0.2	3.0	-9.4	-19.4
2023	22.7	-2.0	15.8	41.4	40.1	0.6	4.0	28.2	24.2

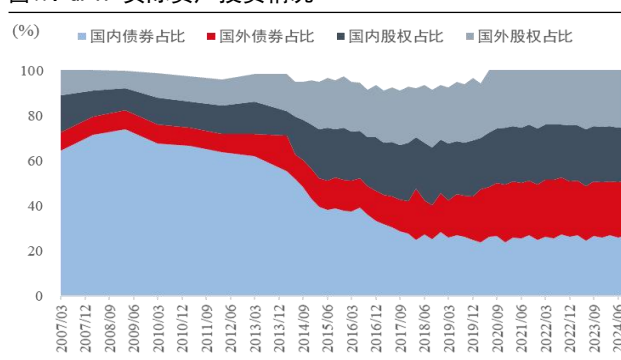
资料来源：王应贵等（2023）.《日本政府养老投资基金资产配置和投资收益分析》，GPIF 官网，万得，Macrotrends 官网，国信证券经济研究所整理

图16: GPIF 的股债资产配置情况



资料来源：GPIF 年报，万得，国信证券经济研究所整理

图17: GPIF 实际资产投资情况



资料来源：GPIF 年报，国信证券经济研究所整理

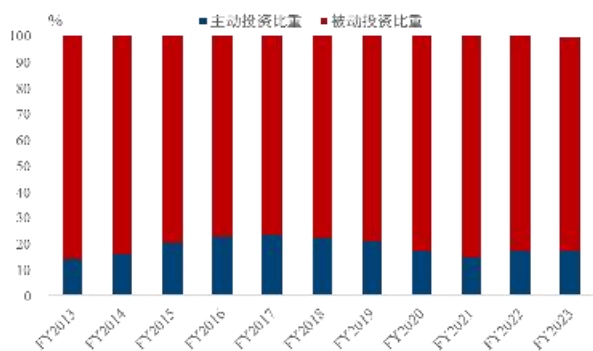
就投资风格而言，被动型投资策略为 GPIF 的主流风格。由于日本进入超老龄化社会，已经进入了养老金的支付期，更加追求基金的稳健性，因此 GPIF 一直以来采取相对保守的投资策略，其长期目标是以最小的风险实现公共养老金体系必要的收益率。

GPIF 的被动投资规模持续扩大，2023 财年比重高达 82.31%。近年来，GPIF 的

被动投资平均占比已超过八成，与全球资管业务中被动投资管理资产规模持续扩大的趋势一致。在 2023 财年，GPIF 的被动投资比重高达 82.31%，而主动投资仅占 17.12%。具体来看，在权益资产中，国内和国外的被动投资占比分别为 95.5% 和 88.0%；在债券资产中，国内和国外的被动投资占比分别为 48.9% 和 96.8%。综合来看，GPIF 在权益类资产中更倾向于被动投资。

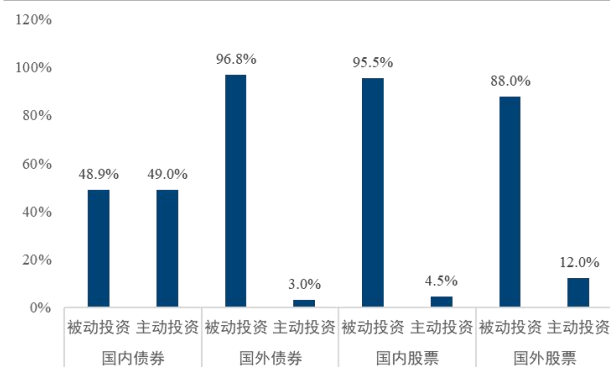
GPIF 的被动投资占比与全球经济形势紧密相关。2018 年，美国的单边主义行径引发全球股票市场下跌，GPIF 的被动投资占比略有提高，2019-2021 年被动投资策略的投资权重明显提高，到 2022 年 3 月末已达到 85.21%，表明政府养老投资基金在为即将到来的市场震荡提前做准备。

图18: 近年来 GPIF 被动投资占比超 80%



资料来源: GPIF 年报, 国信证券经济研究所整理

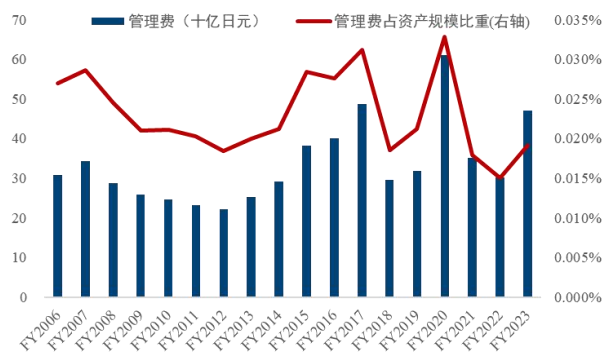
图19: 2023 财年各资产类别的主动与被动投资占比情况



资料来源: GPIF 年报, 国信证券经济研究所整理

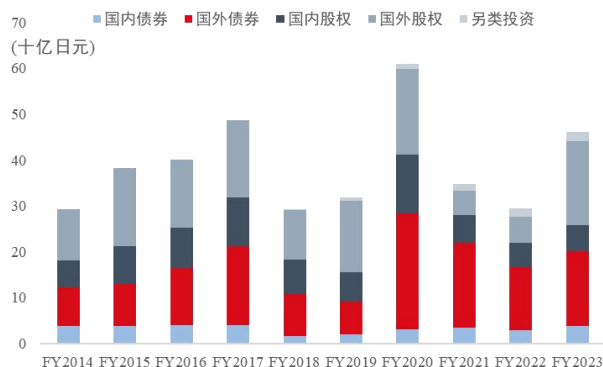
以被动投资为主的管理模式有利于 GPIF 在低利率环境中间接增厚投资收益。对于像 GPIF 这样的大型养老金机构来说，被动投资模式具有多方面优势。一方面，被动投资管理成本低且透明度高，能够有效降低因基金管理人投资风格差异带来的主观性和不确定性，在低利率环境下能够通过降低管理成本间接增厚收益；另一方面，国内外市场上被动基金规模的增长能够满足大规模养老金的投资需求，同时通过被动投资可以避免因 GPIF 资金投向过度不均衡而对资本市场产生的潜在影响。近年来，伴随被动投资占比上升，GPIF 所支付的管理和托管费用下降，2021 年以来管理费用占基金规模的比重持续低于 0.02%，间接增厚了收益。细分到各个资产类别，国外权益由于主动投资比重较高，其资产管理费用略高于同期国外固收。同时，GPIF 通过引入指数发布系统、对指数供应商实施尽调、与指数供应商通过直接协议达成合作等方式加强被动管理。

图20: GPIF 管理费用及占基金资产规模的比重



资料来源: GPIF 年报, 国信证券经济研究所整理

图21: 2023 财年各资产类别的管理费用情况



资料来源: GPIF 年报, 国信证券经济研究所整理

得益于资产投资组合的适时调整以及被动投资带来的管理费用降低, GPIF 资产表现收益表现良好。2012 年之前, 资产组合的主要收益受固收资产的影响; 2012 年之后, 伴随着权益资产占比上升, 且除 2018 年外, 其余年份主要股票指数持续上涨, 股票投资收益远超出债券投资收益, 因此政府养老投资基金业绩有较明显提升, 2020 财年年度收益率高达 25.15%。

图22: GPIF 收益率情况



资料来源: GPIF 年报, 国信证券经济研究所整理

总体而言, GPIF 逐步减少了国内债券的占比, 而国内权益的占比则相应上升。从 GPIF 的资产配置情况来看, GPIF 在 2001 年至 2012 年期间投资风格保守, 资产配置以国内固收资产为主导, 但固收配置比例逐渐下降, 从 2006 财年的 64.4%降至 2012 财年的 61.8%。2012 年后, 日本央行推行 QQE 及全面宽松政策, 负利率成为常态, 导致日本国内债券收益率持续下滑并长期低于股息收益率, 高比例的债券比例无法满足收益率要求。在此影响下, GPIF 逐步降低了国内债券在政策资产组合中的比例, 从 2006 年的 67%调整至当前的 35%, 在实际操作中, 政府养老投资基金加速了债券比例的调减。与此同时, 自 2016 年起, 国内外股票市场主要股指几乎持续上扬, 为投资者带来了显著的投资回报。在此期间, 国内权益占比从 2016 财年的 23.3%增长至 2023 年末的 24.7%, 相应地, 国内债券

占比则从 31.7%调整至 25.8%。

此外，GPIF 的被动投资规模持续扩大，以被动投资为主的管理模式有利于 GPIF 在低利率环境中间接增厚投资收益，2020 财年年度收益率高达 25.15%。

德国 BVK 养老金计划&挪威 GPFG：权益投资为主，零利率时期更侧重配置权益资产

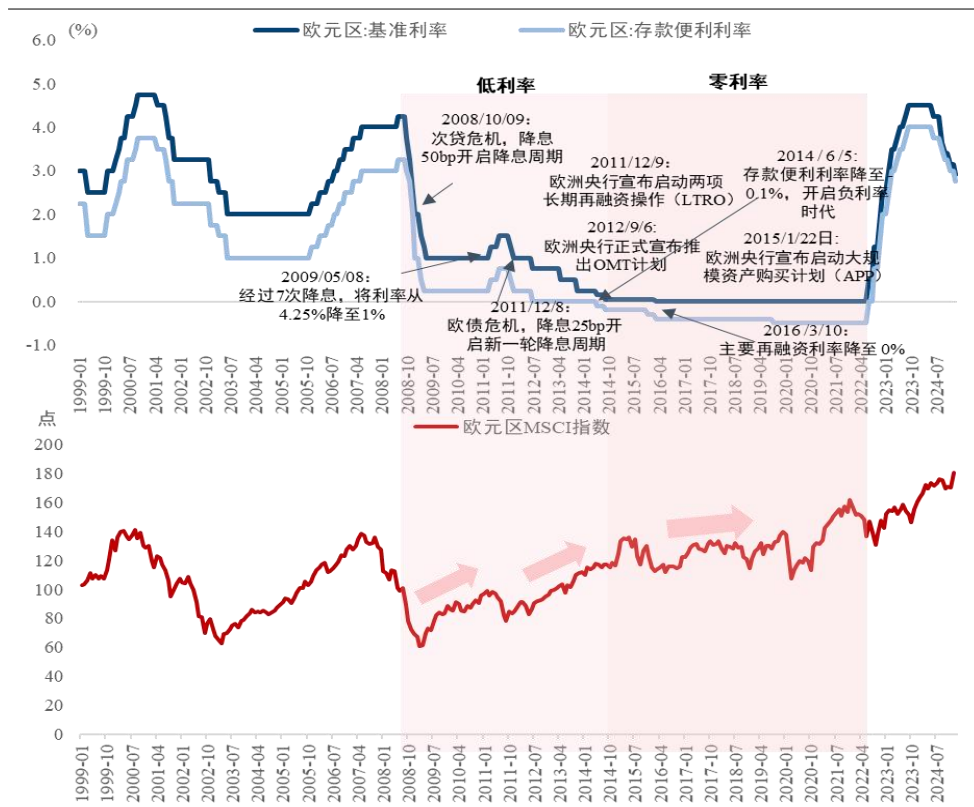
1、欧元区低利率环境形成及股债表现

（1）低利率时期（2009 年 2 月-2016 年 2 月）

2008 年，由美国次贷危机引发的全球金融危机迅速蔓延至欧洲，欧元区经济遭受重创。金融市场剧烈动荡，信贷紧缩，企业和个人融资困难，经济增长急剧下滑。2008 年第四季度，欧元区 GDP 环比下降 1.6%，2009 年第一季度进一步下降 2.5%。失业率大幅上升，通货膨胀率也大幅波动。为应对金融危机，稳定经济和金融市场，欧洲央行采取了一系列激进的降息措施。2008 年 10 月至 2009 年 5 月期间，主要再融资利率从 4.25%大幅下调至 1%，累计降幅达 3.25 个百分点。存款便利利率从 3.25%降至 0.25%，边际贷款利率从 5.25%降至 1.75%。

从资本市场表现来看，政策利率的快速下行带动债券收益率明显调整，许多企业受益于低利率环境带来的低融资成本，股票价格上涨。欧元区 10 年期公债收益率从 2008 年 6 月的 4.67%左右下行至 2009 年 5 月的 3.97%。利率的快速下行带来债券资本利得增厚效应明显，期间彭博泛欧洲综合债券指数累计上涨 5.9%。从股市表现来看，许多企业受益于低利率环境，融资成本降低，经营状况改善，股票价格也随之上涨。2009 年 2 月至 2011 年 4 月，MSCI 欧元区指数累计上涨 64.1%，德国 DAX、巴黎 CAC40 和意大利 MIB 指数分别上涨 71.0%、40.4%和 43.1%。

图23: 低利率环境下欧元区政策利率变化及股市表现



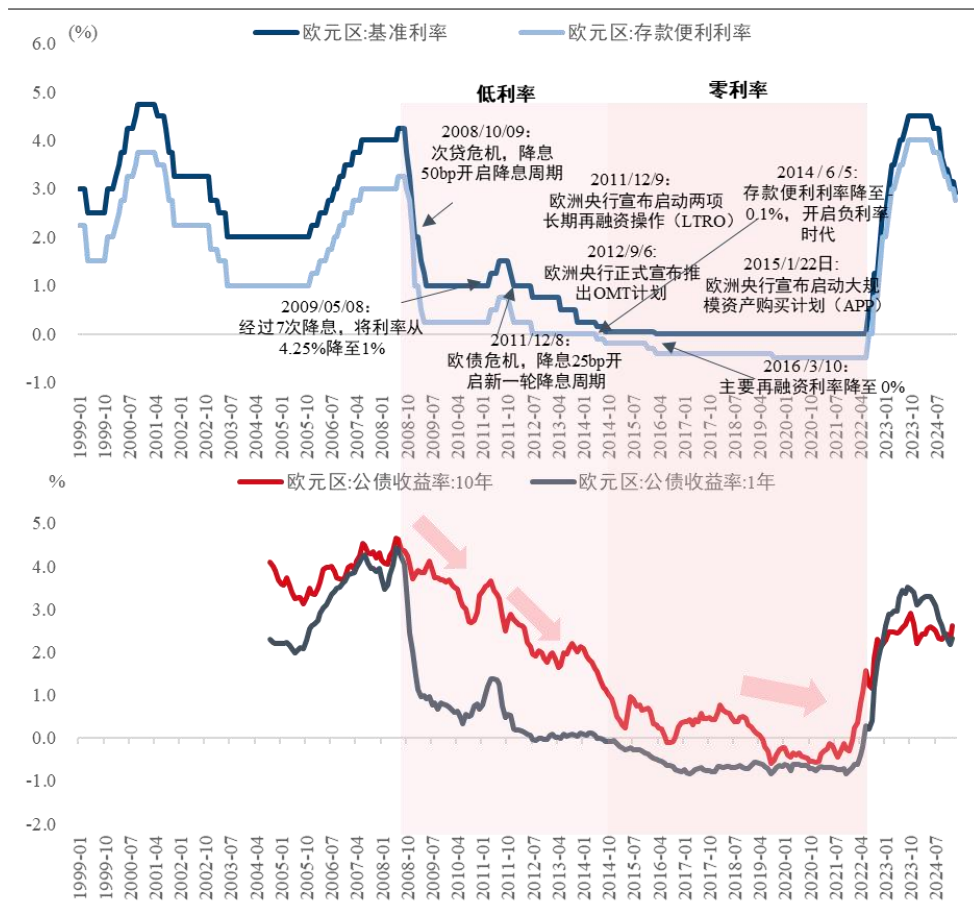
资料来源: 万得, 彭博, 国信证券经济研究所整理

尽管欧洲央行采取了降息措施, 欧元区经济仍未能迅速摆脱困境。2010 年, 希腊主权债务危机爆发, 并逐渐蔓延至葡萄牙、爱尔兰、意大利和西班牙等国, 形成了欧债危机。欧债危机使欧元区经济面临更大挑战, 金融市场再度陷入动荡, 经济增长乏力, 失业率居高不下, 欧元区实际 GDP 增速从 2010 年末的 2.05% 一路下行, 在 2013 年达到 -0.26%。在欧债危机期间, 欧洲央行继续实施宽松的货币政策, 进一步下调利率。2011 年 7 月, 主要再融资利率上调至 1.5% 后, 由于经济形势恶化, 从 2011 年 11 月开始再次下调, 到 2012 年 7 月降至 0.75%, 2013 年 5 月降至 0.5%, 2014 年 6 月降至 0.15%, 9 月更是降至接近 “零利率” 的 0.05%。存款便利利率在 2012 年 7 月降至 0%, 2014 年 6 月进一步降至 -0.1%, 开启了欧元区的负利率时代, 边际贷款利率也相应下调。欧洲央行通过持续降低利率, 试图为市场提供充足的流动性, 稳定金融市场, 缓解债务危机对经济的冲击。

欧洲央行还实施了一系列非常规货币政策措施, 如长期再融资操作 (LTRO)、证券市场计划 (SMP)、直接货币交易计划 (OMT) 等。这些措施旨在向市场注入大量流动性, 降低政府债券收益率, 缓解金融机构的资金压力, 稳定金融市场。

伴随着利率进一步下调以及一系列非常规货币政策措施的实施, 欧元区各国 10 年期国债收益率普遍呈下行趋势, 欧洲内部股市出现分化。期间, 欧元区各国 10 年期国债收益率普遍呈下行趋势, 彭博泛欧洲综合债券指数在 2011 年 11 月至 2014 年 9 月上涨 25.7%。期间欧洲内部股市出现分化, 2013-2015 年, 德国 DAX 指数因德国经济的相对稳定表现较好, 上涨 37.8%, 而希腊等南欧国家股市表现不佳。

图24: 低利率环境下欧元区政策利率变化及债券收益率变化情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

（2）零利率时期，存款便利利率实现“负利率”（2016年3月-2022年6月）

在全球金融危机和欧债危机的双重冲击后，欧元区经济复苏乏力，陷入了长期的低增长和低通胀困境，2014-2015年，欧元区通货膨胀率甚至一度出现负值，陷入通缩边缘。

为刺激经济增长，提高通货膨胀率，欧洲央行在这一阶段继续维持超低利率政策，并进一步加大了量化宽松政策的力度。2015年1月，欧洲央行宣布启动大规模资产购买计划（APP），每月购买600亿欧元的债券，2016年3月，欧洲央行将每月购债规模扩大至800亿欧元，2018年12月结束资产购买计划。在利率方面，主要再融资利率在2014年9月降至0.05%后，于2016年3月降至0%，并一直维持到2021年。存款便利利率继续维持在负利率水平，2014年9月降至-0.2%，2016年3月降至-0.4%，2019年9月降至-0.5%，进一步加大对市场的刺激力度。

部分国家债券收益率出现负利率，股市在2020年下半年逐步回升。长期低利率和量化宽松政策的实施，使得市场流动性大幅增加。然而，2010年以来，欧洲潜在经济增速进一步放缓，并伴随着全球经济增长放缓，贸易摩擦加剧，欧洲股市进入调整期。其中，2020年新冠疫情暴发，欧洲股市在2020年第一季度大幅下跌，斯托克600指数一度下跌超过30%；期间，欧洲各国政府和欧洲央行实施了大规模的经济刺激计划，包括降息、财政补贴等，推动股市在2020年下半年逐步回升。从债券表现来看，在长期“负利率”环境下，欧元区公债收益率整体处于较低水平，德国等部分国家的国债收益率出现负利率现象。

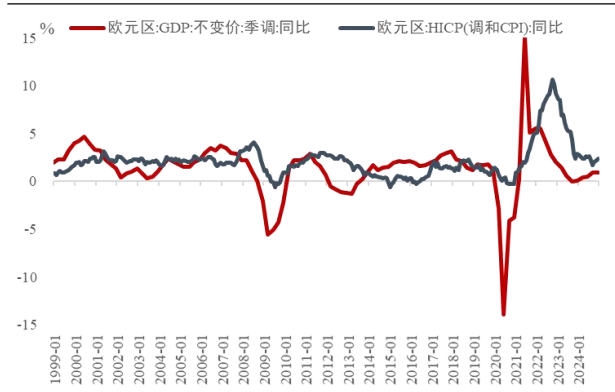
（3）加息初期的低利率环境（2022 年 7 月-2022 年 10 月）

自 2021 年下半年起，受全球供应链瓶颈、能源价格上涨以及地缘政治冲突等多重因素影响，欧元区通货膨胀率持续攀升，大幅超出欧洲央行设定的 2% 目标水平。2022 年 10 月，欧元区调和消费者物价指数（HICP）同比涨幅达到 10.6%，创下历史新高。

面对不断上升的通胀压力，欧洲央行开始转变货币政策方向，逐步收紧货币政策，启动加息周期。2022 年 7 月，欧洲央行宣布将主要再融资利率、边际贷款利率和存款便利利率分别上调 50 个基点，分别至 0.5%、0.75% 和 0%，结束了长达 8 年的负利率时代。这是欧洲央行自 2011 年以来的首次加息，标志着其货币政策的重大转向。此后，欧洲央行继续实施大幅加息。

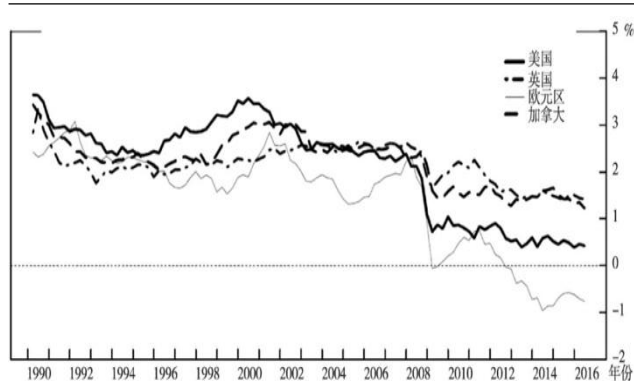
从资产表现来看，随着经济复苏和通胀的上升，投资者要求更高的收益率来补偿通胀风险，导致债券收益率上涨，而受俄罗斯与乌克兰地缘政治冲突升级的影响，欧洲股市遭受重挫。欧元区 10 年期公债收益率从 2022 年 4 月的 -0.29% 上涨至 2022 年 6 月的 1.58%，成功摆脱了负利率区间。与此同时，受俄罗斯与乌克兰地缘政治冲突升级的影响，2022 年 1 月，欧洲股市遭受重挫，MSCI 欧洲指数出现了明显下跌。

图25: 欧元区 GDP 及 CPI 增速变动情况



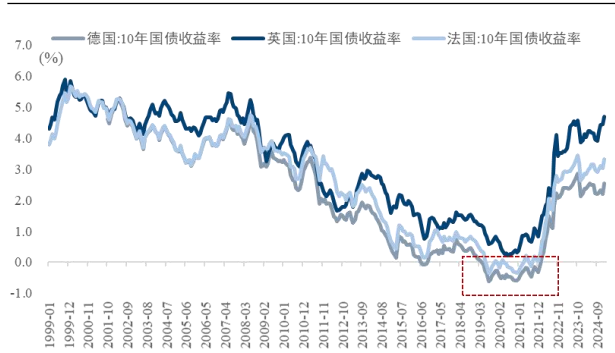
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图26: 2010 年以来，欧元区潜在经济增速下滑



资料来源：李宏瑾等（2018）。《长期性停滞与持续低利率：理论、经验及启示》，国信证券经济研究所整理

图27: 欧元区主要市场债券收益率走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图28: 欧元区主要市场股票指数走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2、机构资产配置情况

（1）德国 BVK

零利率时期：BVK 更加注重股票投资

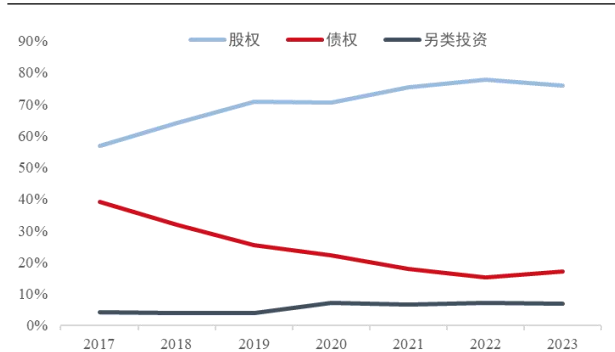
在零利率时期，传统债券的收益明显下降，BVK 近年来更加注重股票投资。2019-2021 年，随着欧元区进入零利率周期，德国 10 年期国债收益率为负，这较大程度地制约了传统债券增厚收益途径的实现。在此期间，BVK 的权益资产投资占比持续提升，从 70.9%提升至 75.4%，而固收资产占比则从 25.3%下降至 18.0%。

与日本相对保守的股债占比（股债比例相对均衡）不同，BVK 已经承担了养老金支出职责，对当前收益情况的要求更高。同时，作为公共管理下的自我管理组织，BVK 在战略组合允许的范围内具有更强的投资灵活性，因此对权益资产的参与度更高。

加息周期：适时调整投资组合，增配固收资产

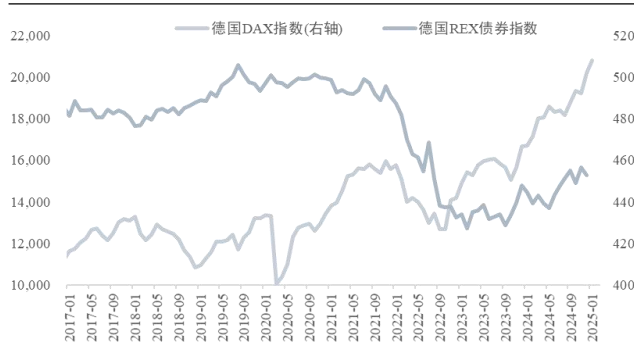
2022 年，面对不断上升的通胀压力，欧洲央行开始转变货币政策方向，欧元区进入加息周期，利率上升带动债券市场收益率提升。因此，BVK 适时调整了投资组合，2023 年固收比例较 2022 年提升了 1.95 个百分点，达到 17.16%。

图29: 德国 BVK 投资组合变动情况



资料来源: BVK 年报, 国信证券经济研究所整理

图30: 德国股指和债指走势变化情况



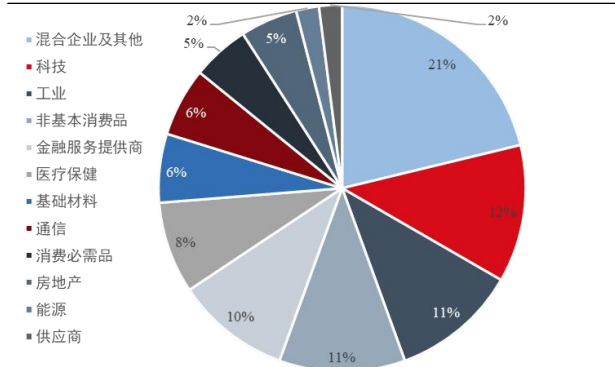
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

权益资产的行业选择: 多元化投资, 科技行业占比提升

在权益资产的具体行业选择方面, BVK 遵循均衡的国家和行业组合以及最均衡的加权定位, 通过多元化投资组合方式来分散风险。与房地产或固定收益投资相比, 股票是一种波动性更大的资产类别, 不同行业的收益率表现差异较大。

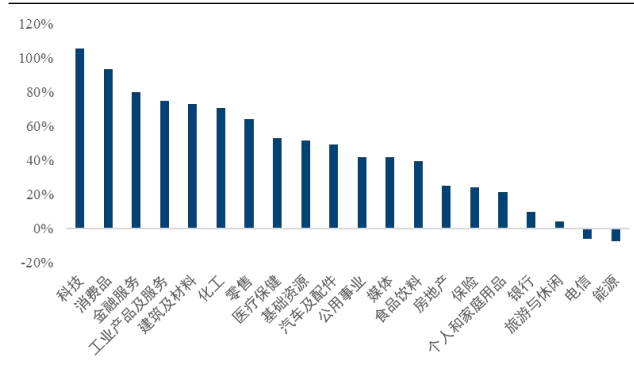
科技、工业、金融、消费等行业占比较大, 科技行业占比提升。2021 年, BVK 资产中科技、工业、非基本消费品、金融服务、医疗保健的占比分别为 12%、11%、11%、10%和 8%, 占比较大, 与同期收益较好的行业分布情况一致。2019-2021 年, 斯托克欧洲 600 指数中涨幅较大的行业分别为科技 (105.61%)、消费品 (93.44%)、金融服务 (79.84%)、工业产品及服务 (74.96%)、医疗保健 (52.75%)。由此可见, BVK 重视高收益行业股票的投资, 注重行业的优选。

图31: 德国 BVK2021 年股票行业组成情况



资料来源: BVK 年报, 国信证券经济研究所整理

图32: 欧元区 2019-2021 年各行业投资回报变化情况



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理 注: 选择斯托克欧洲 600 的各行业指数回报情况进行观察

总体来看, BVK 养老金计划的资产配置呈现权益资产占比持续上升, 而固收资产占比明显下降的趋势。在加息周期初期, 由于债券收益率提升, 也会对债券实现一定增配。就权益资产的具体行业选择方面, BVK 以多元化投资组合方式以分散风险, 重视高收益行业股票的投资, 逐渐提升科技行业占比。

(2) 挪威 GPFG

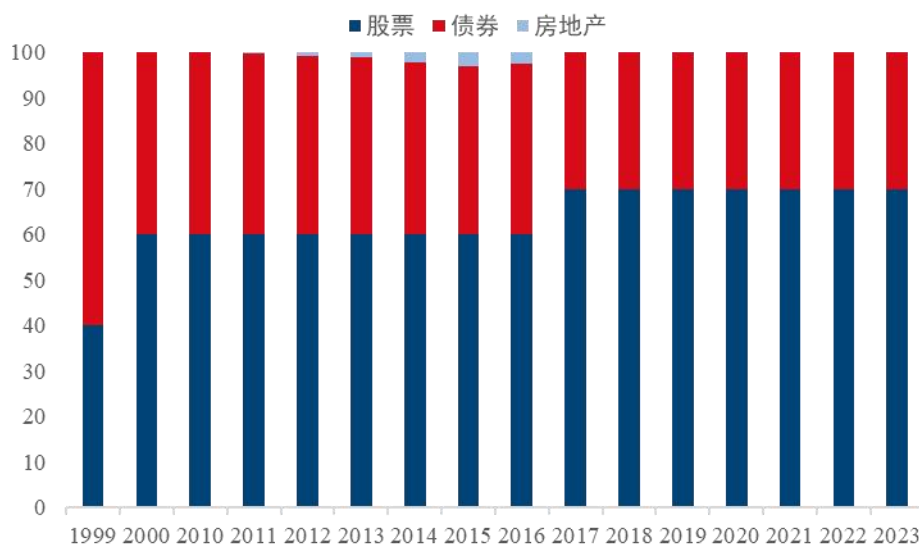
挪威是北欧最大的产油国和世界第三大石油出口国, 每年从石油中获得的收入占其 GDP 的 8%以上。为了应对国际油价波动、石油资源的不可再生性及人口老龄化带来的挑战, 挪威政府于 1990 年以石油收入为来源建立了石油基金, 并于 1998 年成立挪威银行资产管理部(NBIM)具体负责挪威石油基金的投资运作。2006 年将

石油基金改组为挪威全球养老基金(Government Pension Fund—Global, GPFG)。秉持可持续发展理念，政府通过 GPFG 集中管理石油相关产业收入，解决养老问题，并作为政府财政政策工具之一，共同约束政府支出。

与德国 BVK 已承担养老金支付职责不同，挪威 GPFG 是挪威的养老储备基金，不直接用于养老金支出。GPFG 的资金占第一支柱约 97%，其不断积累资金，作为挪威养老保险体系的储备力量。

GPFG 采用“议会-财政部-央行-NBIM”逐级授权的管理模式，自上而下进行管理。挪威财政部全面负责基金的管理，并发布管理政策。这些政策涵盖了基金日常管理的各个方面，包括详细要求、定义和约束限制。NBIM 的管理团队只能在其管理下进行投资管理。财政部制定具体的投资管理规则，并授权央行进行管理。GPFG 的实际投资需参考战略基准指数，实际基准指数中权益份额相对于战略基准指数中权益份额的偏离度不能超过 2 个百分点。不同年份中，GPFG 的大类资产配置围绕基准指数略有调整，主要以调整权益投资为主，其权益资产占比显著高于其他国家养老基金。由于 GPFG 规模巨大但国内资本市场狭小，NBIM 对 GPFG 采取有限积极的投资策略，全部投资于海外市场，目前持有全球 8000 多家公司的股份。

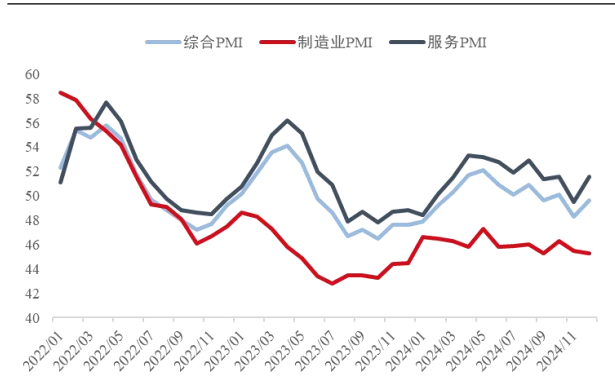
图33: GPFG 基准指数中的各类资产占比变化情况



资料来源：GPFG 年报，国信证券经济研究所整理

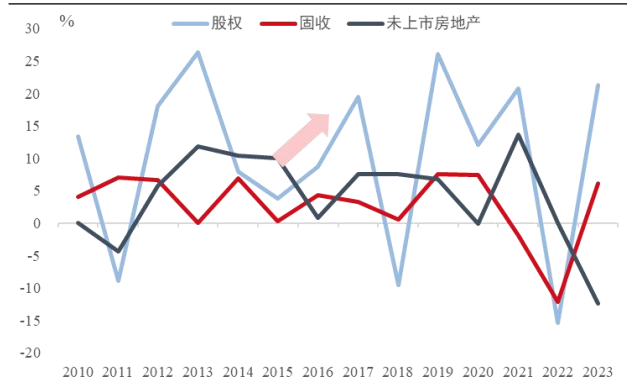
GPFG 基准指数中的权益资产占比提升至 70%，显著高于其他地区养老金。2017 年，财政部将 GPFG 基准指数中的权益资产占比由 60%提升至 70%，并延续至今。这一调整使 GPFG 的权益资产占比显著高于加拿大养老基金（CPPIB）、美国加州公共雇员养老基金（CalPERS）、荷兰公共部门养老基金（ABP）等其他主流养老金投资基金。主要原因如下：一方面，在全球经济回暖的大环境下，欧元区的经济数据在经历了数年的低经济增长后，出现了上行趋势。其中，欧元区 PMI 由年初的 55.4 增长至年末的 60.60，欧元区 GDP 增速达到了 2.5%，实现了自 2007 年以来的最高水平，市场对 2018 年欧洲经济上行持乐观态度。另一方面，从收益率表现来看，自 2015 年以来，GPFG 的权益投资收益率持续提升，2017 年实现了 19.4%的收益表现，收益增厚效果明显。

图34: 欧元区 PMI 基本走势



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图35: GPFG 各类别资产收益率变动情况



资料来源：GPFG 年报，国信证券经济研究所整理

GPFG 的实际投资组合情况

GPFG 的资产组合中权益资产占比明显提高，低利率时期维持在 60%以上。从实际投资组合情况来看，GPFG 的资产配置以权益资产、固定收益资产以及包含未上市的房地产、未上市的基础设施建设在内的实体资产为主，其中权益资产占比较高，且近年来权益资产呈上升态势。具体来看，2010 年-2015 年（低利率时期）权益资产占比持续在 60%以上，除了 2011 年欧债危机影响下有所下降外，2013 年在欧洲股市持续增长的带动下，2013 年 9 月达到最高占比 63.6%。期间，固收资产配置比重较为稳定，有所波动但变化不大，始终维持在 37%左右。

GPFG 的权益配置与股市走势一致，2016 年权益占比下行较大。2016 年，欧洲经济面临了多重挑战：一方面，下半年受到英国脱欧的负面影响，市场波动增加，包括英国脱欧和意大利的宪法公投等政治事件的扰动；另一方面，低利率和量化宽松的货币政策并未带动欧洲低增长和低通胀困境实现改善，欧元区通货膨胀率甚至一度出现负值。经济增长疲弱，欧元区股市明显走弱。GPFG 的权益配置与股市走势一致，在 2016 年 9 月降低权益资产比重至 59.8%。

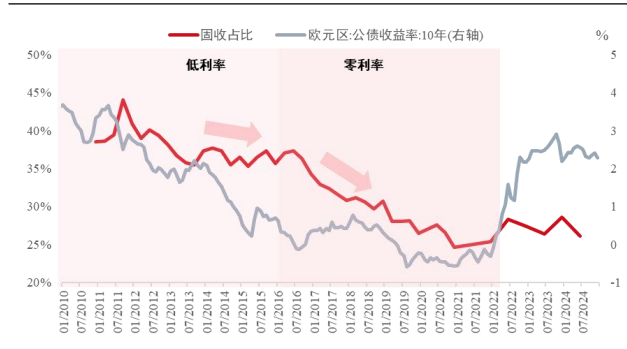
GPFG 在零利率时期更侧重于权益资产的配置，且提升幅度更大。随着欧央行将主要再融资利率在 2016 年 3 月降至 0%，存款便利利率降至负利率，债券资产收益率进一步下行，GPFG 固收资产配置比例逐渐下降，自 2016 年 6 月的 37.4%下降至 2020 年底的 24.7%，降低了 12.7 个百分点。受益于欧元区经济增长及对收益率增厚要求，在基准指数中的权益资产比例提升至 70%的影响下，权益资产占比明显上升，自 2016 年 6 月的 59.6%提升至 2020 年底的 72.8%，增长了 13.2 个百分点。由此可见，相比于低利率时期，GPFG 在零利率时期更侧重于权益资产的配置，且提升幅度更大。

图36: GPFG 权益资产占比与股市走势



资料来源：GPFG 年报，万得，国信证券经济研究所整理

图37: GPFG 固收资产占比与债券收益率走势



资料来源：GPFG 年报，万得，国信证券经济研究所整理

细分股债组成：

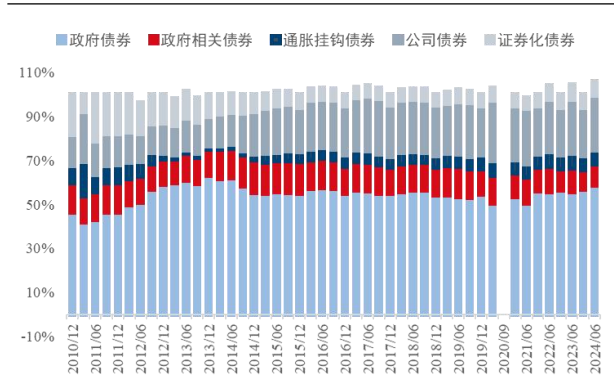
（1）固收资产

从债券类型来看，GPFG 持有的固收资产以政府债券为主，公司债占比呈现扩张趋势。财政部战略基准规定了 GPFG 固收资产配置中，政府债与企业债的比例应为 70%：30%。因此，在实践中，政府债券（government bonds）和政府相关债券（government-related bonds）两类债券占比保持在 70%以上，与 GPFG 本身对固收投资旨在防风险的目标定位一致。通胀挂钩债券、公司债和证券化债券三类占比相对较低。其中，自 2016 年以来，相比于政府债券，公司债占比呈现扩张趋势，占全体固收资产的比重自 2014 年 6 月的 14.8%提升至 2021 年上半年的 24.9%。一方面，欧洲央行的零利率政策和量化宽松政策（如资产购买计划）压低了政府债券收益率；公司债的收益率通常更高，能够提供更可观的息差收益，使得公司债相对更具吸引力。另一方面，随着欧元区经济增速的改善，企业盈利继续上升，这进一步提升了公司债的吸引力。此外，欧洲央行对投资级公司债的购买支持也增强了市场信心。

（2）权益资产

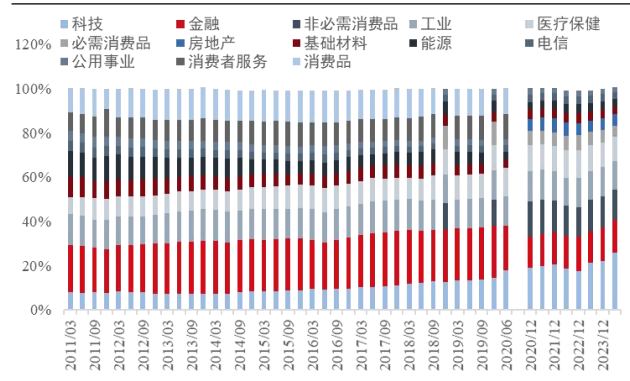
GPFG 的行业配置较为分散，科技、消费占比上升，而能源、原材料占比下降。自基金 1998 年投资于权益市场以来，共有 230 多只股票成为持有至今的核心资产（长期持有且对基金整体组合起到重要意义），其中科技、工业、金融、消费等行业占比超过 50%。总体来看，GPFG 持有的行业分布比较均匀，从行业层面分散了风险，确保在经济处于美林时钟的不同阶段时都有行业能够获得超额收益。从趋势上看，GPFG 近十年对科技、医药等专业壁垒、技术含量较高的行业有明显增配，这符合全球科技创新推动产业革命的大趋势，也兼顾了老龄化程度不断加深所带来的影响；同时，消费、金融、工业等领域的占比保持稳定，而原材料、能源等行业的占比呈现持续回落的态势。具体到投资收益方面，科技、消费、工业等近些年来为 GPFG 带来了相对较大的投资收益。

图38: GPFG 各类型债券资产占比



资料来源: GPFG 年报, 国信证券经济研究所整理

图39: GPFG 各行业权益投资额占比



资料来源: GPFG 年报, 国信证券经济研究所整理

图40: GPFG 各行业权益投资收益情况 (%)

	能源	金融	公用事业	医药健康	原材料	电信	工业	科技	消费平均	权益投资总体
2010	9.1	4.0	-2.2	6.1	25.2	10.4	22.2	12.5	19.3	13.3
2011	-2.4	-19.2	-9.8	10.2	-22.2	-2.3	-13.8	-5.3	-3.3	-8.8
2012	0.4	29.7	4.0	18.1	13.2	2.9	20.5	14.5	23.5	18.1
2013	16.1	27.1	16.4	35.0	5.1	37.5	29.4	30.6	30.5	26.3
2014	6.9	9.9	22.4	21.9	5.8	3.3	4.5	8.4	7.8	7.9
2015	-13.7	2.3	-3.7	14.1	-8.4	5.2	1.5	8.0	9.3	3.8
2016	29.1	7.9	7.1	-4.6	25.1	4.6	14.0	14.9	3.4	8.7
2017	4.1	19.3	13.7	16.1	27.1	4.1	22.9	32.4	18.2	19.4
2018	-9.5	-12.7	1.7	1.8	-15.5	-8.5	-15.4	-5.3	-9.3	-9.5
2019	12.9	23.7	26.9	24.3	18.3	13.9	30.3	42.3	24.4	26.0
2020	21.0	-6.3	10.3	13.7	-25.3	1.7	17.2	41.9	17.0	12.1
2021	26.8	26.6	9.9	17.2	19.0	6.9	20.8	30.2	12.6	20.8
2022	30.8	-3.2	-3.8	-6.2	-7.6	-12.0	-15.7	-31.4	-15.9	-15.4
2023	6.0	18.3	5.5	5.0	10.8	11.9	22.1	51.9	26.0	21.3

资料来源: GPFG 年报, 国信证券经济研究所整理

从重仓股配置来看, GPFG 的投资理念体现出以下特征: 其一, 重仓股选择较为稳定。很多重仓公司都是长期持有, 体现出 GPFG 长期价值投资理念。从前十大重仓股来看, 苹果、雀巢、微软、谷歌、壳牌、罗氏制药等公司都频繁出现在名单当中, 其分布在互联网科技、能源、消费、医药等行业。其二, 重仓股排名变化一定程度反映了经济发展驱动力的结构变化。过去十年, 前十大重仓股排名靠前的公司从消费、能源、医药等行业, 切换到了科技、互联网、半导体等行业, 尤其是近三年来前十大重仓股当中的科技公司数量显著增加。

图41：2013–2023 年 GPFG 权益投资重仓股前十名

排名	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	雀巢	雀巢	雀巢	雀巢	苹果	微软	苹果	苹果	苹果	苹果	微软
2	壳牌	诺华	苹果	壳牌	雀巢	苹果	微软	微软	微软	微软	苹果
3	诺华	苹果	罗氏制药	苹果	壳牌	谷歌	谷歌	亚马逊	谷歌	谷歌	谷歌
4	汇丰	壳牌	诺华	谷歌	谷歌	亚马逊	雀巢	谷歌	亚马逊	雀巢	亚马逊
5	沃达丰	黑石	谷歌米	微软	微软	雀巢	亚马逊	雀巢	雀巢	亚马逊	英伟达
6	罗氏制药	罗氏制药	微软	罗氏制药	诺华	壳牌	罗氏制药	META	META	罗氏制药	META
7	黑石	汇丰	黑石	诺华	亚马逊	罗氏制药	壳牌	台积电	台积电	壳牌	雀巢
8	英国天然气	奔驰	汇丰	黑石	罗氏制药	诺华	阿里巴巴	罗氏制药	特斯拉	台积电	台积电
9	苹果	微软	壳牌	埃克森美孚	腾讯	伯克希尔	META	三星	罗氏制药	诺和诺德	诺和诺德
10	英国石油	埃克森美孚	保诚	强生	汇丰银行	强生公司	诺华	阿里巴巴	阿斯麦	阿斯麦	摩根大通

资料来源：GPFG 年报，国信证券经济研究所整理 注：GPFG 持有的是谷歌母公司 Alphabet 的股份

总体而言，GPFG 的权益配置与股市走势相吻合，固收资产配置则与债券收益率趋势保持一致。在低利率环境下，GPFG 倾向于增加权益资产投资以提升收益，尤其在零利率条件下，其对权益资产的配置增幅更为显著。在行业配置上，GPFG 采取了较为分散的策略，有效降低了行业层面的风险；具体而言，科技和消费行业的占比有所上升，而能源与原材料行业的占比则相应下降。近年来，科技、消费及工业等行业为 GPFG 带来了相对较高的投资收益。与此同时，固收资产的占比呈下降趋势，近年来维持在大约 27% 的配置比例，其中政府债券占据主导地位，而公司债的占比则呈现增长态势。

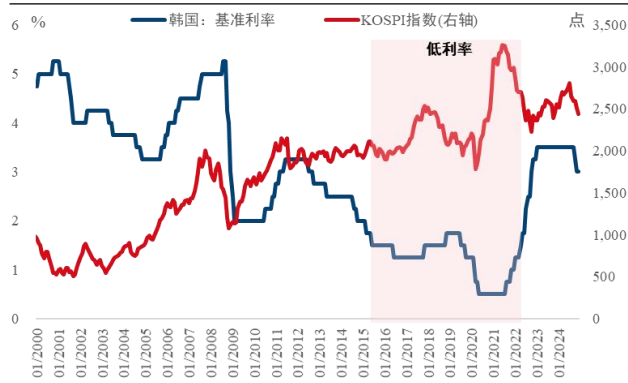
韩国 NPF：固收资产为主，权益投资比重增加

1、韩国低利率环境形成及股债表现

低利率时期（2015 年 6 月-2022 年 4 月）：以韩国基准利率低于或等于 1.5% 为标志的低利率时期，大致涵盖了 2015 年 6 月至 2022 年 4 月的时间段。

图42: 韩国政策利率与国债收益率走势


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图43: 韩国政策利率与股市走势


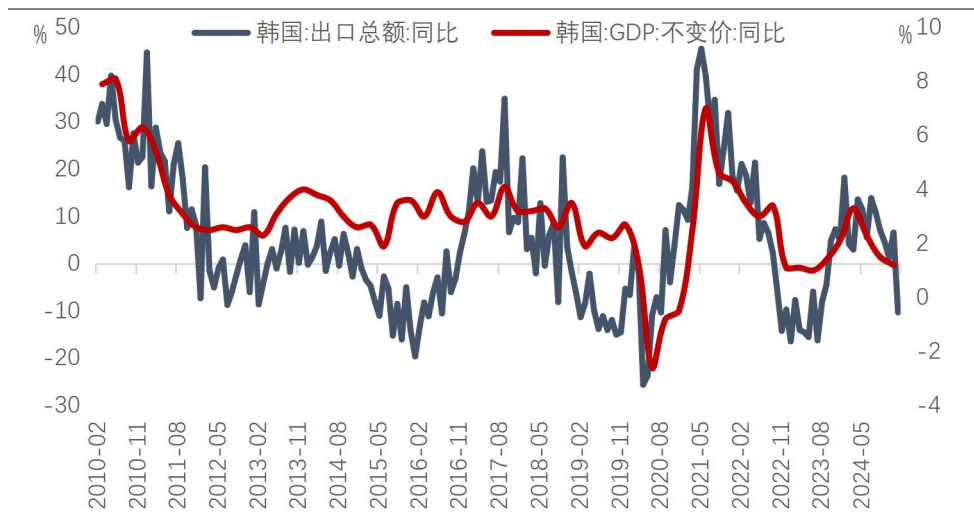
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2016年，全球经济复苏步伐缓慢，国际贸易形势低迷，导致韩国出口市场受限，整体经济增长面临严峻挑战。该年，韩国实际国内生产总值（GDP）同比增长仅为2.8%，低于韩国央行年初预测的3.0%，也低于2011-2014年的平均增速，经济下行风险显著加大。为应对外部经济压力，拉动经济增长，韩国央行实施了5次降息操作，将基准利率从2015年初的2.50%下调至历史最低的1.25%，并维持至2017年10月。尽管之后韩国一度上调基准利率，但2020年3月，为应对新冠肺炎疫情对经济的冲击，韩国央行再次将基准利率下调50个基点至0.75%，创1999年以来最低水平。

2016-2017年间，韩国股市明显提升，科技行业表现尤为突出。从资本市场表现来看，2016-2017年间，得益于货币宽松、财政扩张等政策支持，企业盈利和市场信心大幅提升。同时，三星电子等科技公司的强劲表现带动了股市向好，KOSPI指数在此期间上涨了30.2%，其中科技行业表现尤为突出。

2018-2020年，出口市场受挫，韩国经济遭受重创，股市大幅下跌。然而，自2018年以来，中美贸易摩擦加剧，全球经济不确定性增加。作为出口导向型经济体，韩国的出口市场受到冲击，特别是半导体、汽车等主要出口产业面临需求下降和供应链中断的风险，直接影响韩国的出口和经济增长。此外，朝鲜半岛局势的紧张也严重影响了投资者信心，导致外资流出。2020年初，新冠疫情在全球范围内爆发，韩国经济遭受重创，股市大幅下跌。

图44: 韩国 GDP 及出口总额变化情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

在债券市场方面，随着政策利率的下调，韩国国债收益率呈现明显下跌趋势，10年期国债收益率自2014年初的3.65%下降至2016年7月的1.40%。

2、机构资产配置情况

韩国国家养老基金（NPF）管理呈现出“国家中心主义”特征²。不同于日本实行的中央政府集中管理的基金管理模式，韩国采取的是“中央政府负责行政管理、专门成立投资公司负责基金投资”的年金基金管理模式，国民年金管理公团（NPS）为基金的管理实体。NPS具备较强的投资分析和运营能力，独立制定并执行国民年金的具体投资策略与决策。

韩国国民养老金计划（NPS）成立于1988年，其管理的NPF已成为全球第三大主权养老基金³。截至2024年9月，该基金的资产规模达到1146.1万亿韩元（约合8716亿美元）。

在投资组合选择方面，NPS以5年为期制定收益目标和风险容忍政策，并由基金管理委员会为养老金制定战略资产配置计划，即5年期目标配置组合。在此基础上，基金管理委员会每年结合实际资金流和投资收益，决定养老金下一年的战术配置计划。最后，在实际投资组合的构建中，NPSIM在1年期组合的基础上进行细分策略。

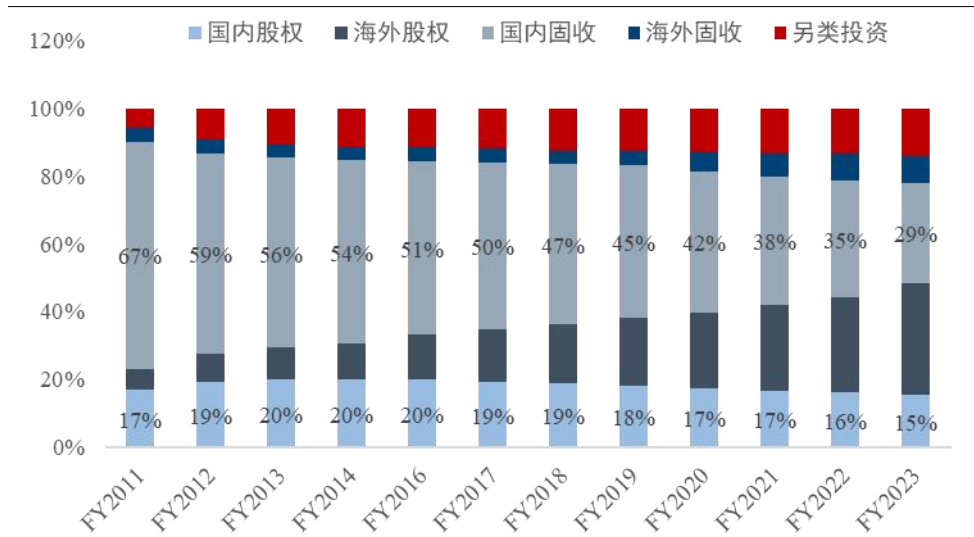
从年度资产配置目标的角度审视，NPS正逐步调整其投资策略，增加权益投资的比重，逐渐从保守型投资向均衡型投资转型。其中，国内权益的占比相对稳定，始终高于15%；国内固收资产占主要地位，但占比持续下滑。观察自2011年以来的战术资产配置变动，权益资产的占比经历了显著提升，从23%跃升至2023年的48%，其中，国内权益的占比始终保持在15%以上的水平。相比之下，固定

² 刘文，颜相子，黄艳华. 国际视角的公共养老储备基金资本化运作及投资业绩研究[J]. 东岳论丛, 2020(8):15.

³ 从资产规模而言，挪威政府养老金全球基金、日本厚生年金和韩国国民养老金是全球三大开展市场化投资运营的公共养老基金，最新财年资产规模分别为1.56万亿美元、1.63万亿美元和8023亿美元。根据Blundell-Wignall et al. (2008)、IMF (2008)、谢平和陈超 (2009) 的界定，如从资金来源进行区分，日本厚生年金和韩国国民养老金资金均主要由公民养老金缴费和投资收益构成，属于公众养老基金；而挪威全球养老金的资金来源并非国民缴款，该机构被实质视为主权财富养老基金。

收益类投资在近年来呈现出下降趋势，2023 年固定收益部分的占比仅为 37%，与 2011 年相比下降了 34 个百分点；尤为突出的是，国内固定收益资产的占比下降更为显著，从 2011 年的 67% 下滑至 2023 年的 29%。这一系列数据清晰地反映出，近年来 NPSIM 不断降低固定收益资产的权重，同时提升权益资产的占比，其投资重心明显向权益市场偏移。

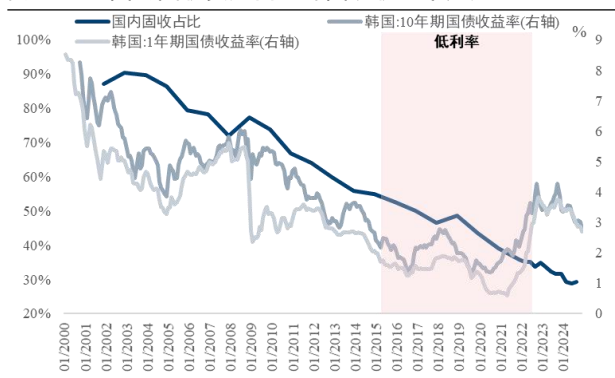
图45: NPF 战术投资组合各资产占比变动情况



资料来源：NPS 年报，国信证券经济研究所整理

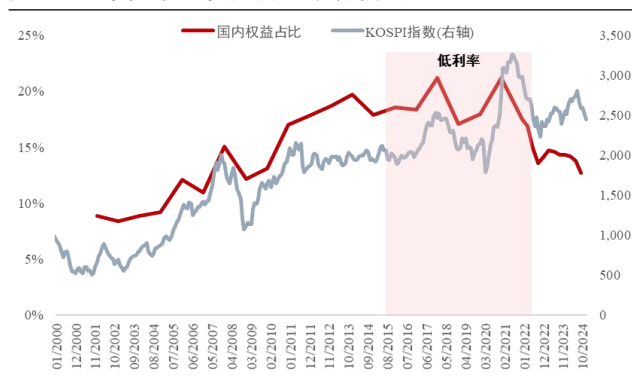
在低利率环境下，NPF 的权益资产配置与股市走势呈现出高度的同步性，而固定收益资产的占比则持续下滑。从实际投资组合的构成来看，尽管固收资产，特别是国内固收资产，仍是 NPF 资产配置的主要组成部分，2023 年国内固收资产的占比达到 32%，但国内权益资产的占比却呈现出稳步上升的态势，固收资产的占比则逐渐减少。在低利率时期，受股市波动较大的影响，权益资产的占比也随之出现较大波动，与股市走势保持高度一致，并未展现出明显的增配趋势。例如，从 2017 年底至 2018 年，受股市大幅下挫的影响，NPS 国内权益资产的占比从 21.2% 下调至 17.1%。随后，随着股市的回调，国内权益资产的占比也随之提升，至 2020 年底达到 21.2%。相比之下，NPF 国内固收资产的占比下滑趋势较为显著，从 2014 年底的 55.0% 一路下调至 2020 年底的 39.1%。

图46: NPF 国内固收资产占比与国债收益率走势



资料来源: NPS 年报, 万得, 国信证券经济研究所整理

图47: NPF 国内权益资产占比与股市走势



资料来源: NPS 年报, 万得, 国信证券经济研究所整理

就具体资产配置而言,

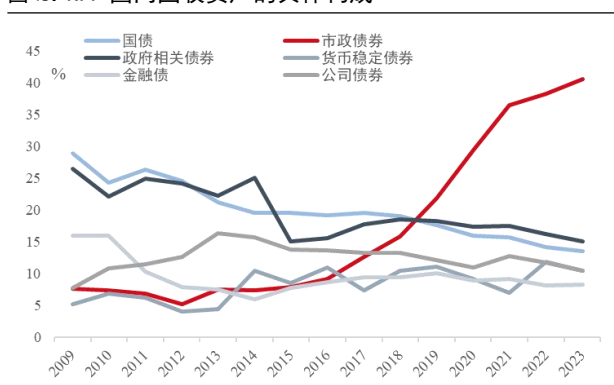
国内固定收益类投资中, 市政债券的投资占比持续攀升, 而国债、公司债等资产的配置比重则逐步缩减。从 NPF (国家养老基金) 对本国持仓债券按券种进行的分类来看, NPS (国家养老服务机构) 主要投资于低风险的政府债券, 这包括国债、市政债券以及政府相关债券。在低利率的市场环境下, 国债的配置比重逐渐下滑, 而市政债券的占比则持续上升, 具体比例已从 2015 年底的 7.9% 显著提升至 2025 年底的 40.6%。

在 NPF 本国权益投资的行业配置方面, 科技、消费领域的占比有所提升, 工业、金融占比稳定。受全球科技革命趋势的驱动, NPS 增加了对科技行业股票的配置, 而消费、金融、工业等领域的占比则保持相对稳定。在前十大韩国重仓股中, 科技板块的持仓市值占比明显高于其他板块。此外, NPS 在国内股票行业的占比分布情况可能与其资本市场的结构以及国内行业的发展态势密切相关。

一方面, 从产业布局的视角来看, 韩国在电子、汽车、化工、机械等产业方面占比较高, 是全球公认的制造业强国; 另一方面, 韩国综合指数 (KOSPI) 的行业结构相对集中, 其中电气和电子产品占比高达 34.3%, 紧随其后的是金融 (17.2%)、运输设备 (9.8%) 以及服务业 (8.4%)⁴。

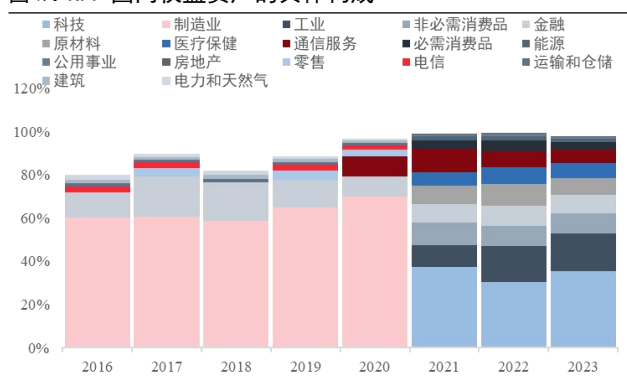
⁴ 注: 数据截至 2023 年末

图48: NPF 国内固收资产的具体构成



资料来源: NPS 年报, 国信证券经济研究所整理

图49: NPF 国内权益资产的具体构成



资料来源: NPS 年报, 国信证券经济研究所整理 注: 2020 年分类为制造业, 2021 年后行业统计口径调整, 制造业细分为工业等多行业

NPS 倾向于投资那些具有较强竞争力和稳定收益的大型企业。NPF 的前十大持仓公司多为韩国的全球知名企业。NPS 对这前十大持仓公司的投资数额约占被投资公司市值的 10%左右, 这充分展现了 NPS 对这类公司的坚定投资信心。从 NPS 对这前十大持仓公司的投资来看, 其总投资数额占 NPS 全部国内权益资产的 42%。这些公司在韩国经济中通常占据举足轻重的地位, 具有较高的市场影响力和抗风险能力。这表明 NPS 的投资策略是倾向于选择那些具有较强竞争力和稳定收益的大型企业。通过集中投资于少数优质公司, NPS 可以提高投资组合的稳定性, 降低整体风险, 并有助于获取相对稳定的投资回报。

图50: NPF 前十大持仓公司构成情况

序列	2019 年			2023 年		
	公司名称	投资金额 (亿韩元)	NPF 对其投资占比	公司名称	投资金额 (亿韩元)	NPF 对其投资占比
1	三星电子	341, 048	7. 3%	三星电子	353, 767	10. 6%
2	SK 半导体	82, 235	8. 0%	SK 半导体	70, 142	10. 2%
3	LG 化学有限公司	55, 196	5. 5%	NAVER	35, 411	11. 5%
4	三星生物制剂	36, 167	6. 7%	现代摩比斯株式会社	27, 138	11. 1%
5	NAVER	33, 861	9. 3%	现代汽车公司	26, 905	10. 5%
6	现代汽车	30, 759	7. 2%	浦项制铁公司	24, 335	11. 8%
7	起亚	28, 576	7. 1%	LG 化学有限公司	22, 312	10. 0%
8	浦项制铁公司	26, 894	6. 4%	SK 电讯株式会社	21, 395	11. 1%
9	三星 SDI	24, 678	7. 6%	新韩金融集团	20, 341	9. 9%
10	LG 化学有限公司	23, 484	6. 7%	韩国国名银行	19, 760	10. 0%
总计		682, 898			621, 506	
占国内股票投资额比重		51. 6%			42. 0%	

资料来源: NPS 官网, 国信证券经济研究所整理

总体而言, 国内固定收益资产是 NPS 资产配置的主要组成部分。自 2011 年以来, NPS 的权益资产占比经历了显著提升。在低利率环境下, 受股市波动较大的影响, 权益资产的占比也随之出现较大波动, 与股市走势保持高度一致, 并未展现出明显的增配趋势, 而固定收益资产的占比则持续下滑。

就具体资产配置而言，在国内固定收益类投资中，市政债券的投资占比持续攀升，而国债、公司债等资产的配置比重则逐步缩减。在国内权益投资方面，NPS 在行业配置上，科技与工业领域的占比有所提升，倾向于投资那些具有较强竞争力和稳定收益的大型企业。

加拿大 CPPIB：权益投资为主，私募股权与公开市场股票占比趋于均衡

加拿大养老金计划（CPP）是加拿大养老保险体系第一支柱的核心组成部分，资金来源主要包括居民的缴费和投资收益。为确保 CPP 资金的可持续性，加拿大政府分别在 1997 年和 2015 年对基金进行了两次重大改革，从而形成了基础 CPP 账户和附加 CPP 账户。同时，加拿大还设立了加拿大基金投资公司（CPPIB），负责上述账户的市场化投资管理和运营。从运营管理的角度来看，CPPIB 独立于加拿大政府，拥有自主的投资决策权，其董事会成员中不包含政府官员，从而确保了日常运作与投资决策不受政治因素的干扰，保障了投资的市场化和专业化水平。

根据加拿大隔夜目标利率是否低于或等于 1.5% 的标准，可将低利率时期划分为两个阶段，具体为 2008 年 12 月至 2018 年 9 月，以及 2020 年 3 月至 2022 年 6 月。在此期间，股市整体呈现出上涨趋势，而债市的走势则与政策利率的变动基本保持一致，主要受到加息和降息周期的影响。

图51：加拿大政策利率与股市走势



资料来源：彭博，CEIC，国信证券经济研究所整理

图52：加拿大政策利率与国债收益率走势



资料来源：彭博，CEIC，国信证券经济研究所整理

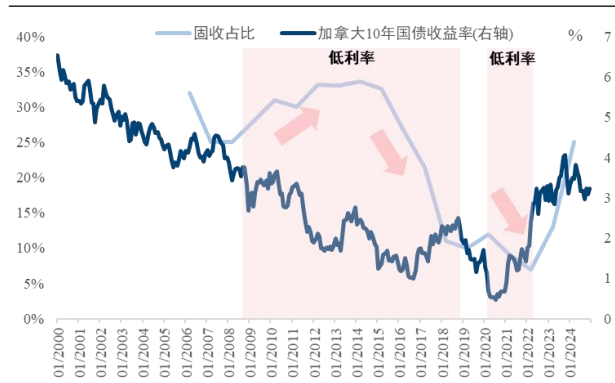
在低利率时期，CPPIB 的股债配置变化大致可以分为三个阶段：

2008-2014 年：金融危机爆发后，CPPIB 减少了权益资产的配置，使其占比逐步下降至 50%，而固定收益资产的占比则逐步回升至 33%。

2015-2018 年：权益资产占比逐步回升至约 60%，主要得益于私募股权投资的增长。与此同时，固定收益资产的占比则回落至 11%，其中政府债券的占比下降，而其他债券的占比有所上升。

2020 年至今：股债配置与股票市场和债券市场的走势密切相关，总体上延续了权益配置上升而固定收益配置下降的趋势。

图53: CPP 固收资产配置与国债收益率走势情况



资料来源: CPP 年报, 彭博, 国信证券经济研究所整理

图54: CPP 权益资产配置与股市走势情况

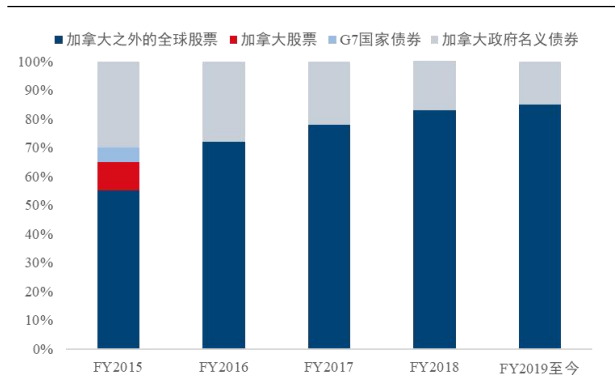


资料来源: CPP 年报, 彭博, 国信证券经济研究所整理

2015年后权益资产配置显著增加，归因于投资策略的调整。2008年金融危机后，市场不确定性攀升，股市剧烈波动，而债券市场相对稳定。CPP因此调整资产配置，增加债券比重以抵御风险。在此之前，CPPIB风险偏好较为保守，参考组合中股票与债券权重分别为65%和35%，旨在利用债券稳定收益平衡风险，确保基金资产稳定。

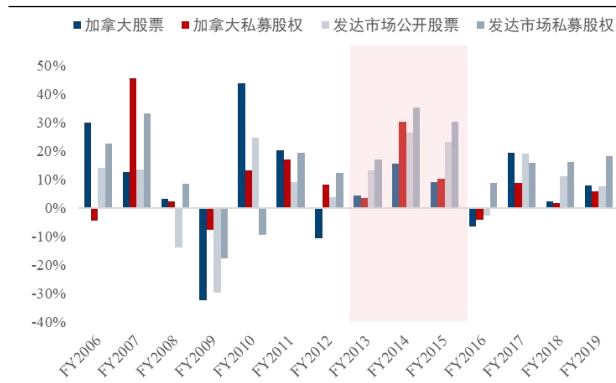
自2014年起，CPPIB着手设计战略投资组合，并于2015年正式依据战略资产组合中各类资产比例要求指导投资操作，CPPIB投资经验日益成熟。随着基金规模扩大和管理经验积累，CPPIB风险承受能力逐步增强。2015财年起，CPPIB决定将参考组合中股票比例提升至85%，债券比例降至15%。鉴于股市长期收益率通常高于债市，CPPIB通过增加股票配置，特别是全球股票比重，旨在更好地实现长期回报最大化目标。例如，2015年CPPIB股票投资回报率明显高于债券。

图55: 基础 CPP 的参考组合演变



资料来源: CPP 年报, 国信证券经济研究所整理 注: 横轴为加拿大财年

图56: CPP 各类别权益资产的收益率变化情况



资料来源: CPP 年报, 国信证券经济研究所整理

在CPPIB的权益资产中，私募股权的占比呈上升趋势，近年来私募股权与公开市场股票的占比已趋于相对均衡。CPPIB的权益类投资主要分为公开市场股票和私募股权两大类。近年来，私募股权的占比明显上升，而公开市场股票的占比则有所下降。特别是自2019年以来，私募股权和公开市场股票的占比已基本持平。在2024财年，私募股权和公开市场股票的占比分别为31%和28%。

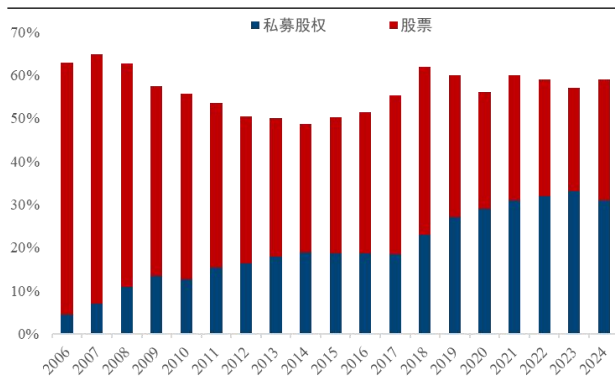
从行业分布来看，CPPIB的私募股权投资涉及多个行业，其中IT、消费（包括必需品和非必需品）以及金融行业的占比相对较高。CPPIB对私募股权资产的披露较为详尽，其行业分布特征如下：

(1)多元化分散化原则:CPPIB 的私募股权投资一直遵循多元化和分散化的原则,避免集中配置于单一行业。投资涵盖了 IT、消费(必需品+非必需品)、医疗、金融等多个行业,实现了均衡配置。

(2)行业占比趋势:近年来,IT 和通讯服务行业的占比显著回升。医疗和非必需品消费行业的占比虽有波动,但在整体投资组合中始终保持一定比重,反映出 CPP 对医疗和消费行业的持续关注。工业和必需品消费行业的占比则有较为明显的下降,这与全球范围内的技术进步和产业结构调整趋势相符合。金融和能源行业的占比波动较大,两者在 2016-2018 年的全球经济复苏期间显著增加,但此后迅速回落,显示出明显的顺周期特性。

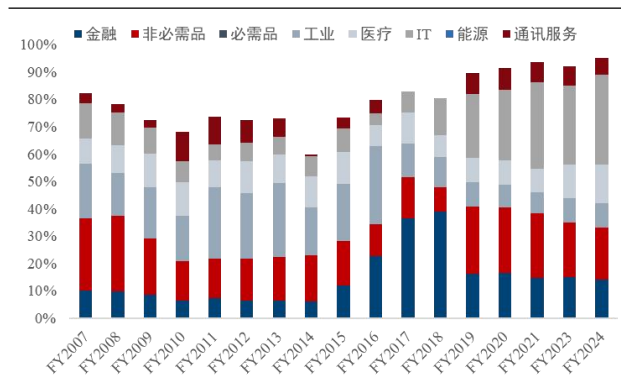
(3)当前行业结构:截至当前,私募股权投资行业占比排名前五的分别为:IT (33%)、非必需品消费(19%)、金融(14%)、医疗(14%)和工业(9%)。

图57: CPP 权益资产的具体构成



资料来源: CPP 年报, 国信证券经济研究所整理 注: 横轴为加拿大财年

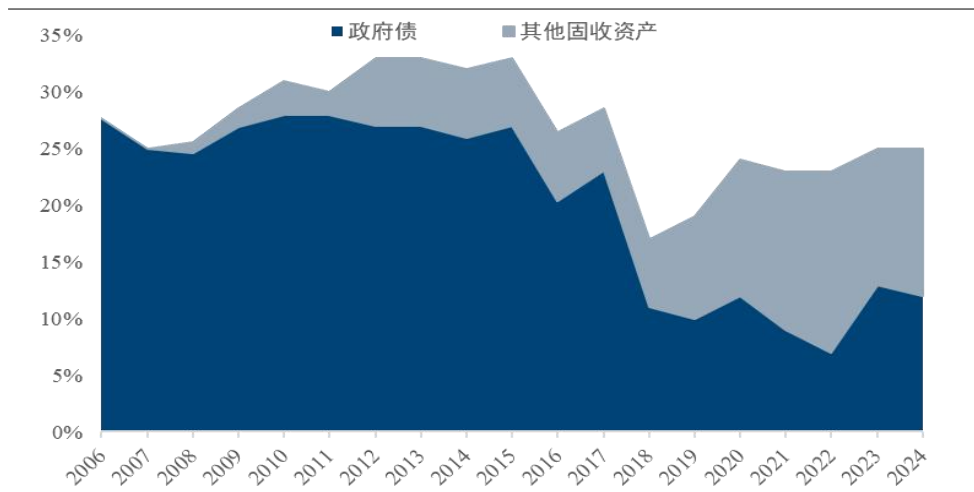
图58: CPP 私募股权的行业投资结构



资料来源: CPP 年报, 国信证券经济研究所整理

CPPIB 的固收资产配置逐渐从政府债向金融债、企业债等多元化类型转移。在信息披露中, CPP 的固收资产被分为两类: 一是全球主权政府债及部分国家的地方政府债; 二是除政府债外的标准化和非标准化的金融债、企业债及金融租赁等信用类资产。近年来, CPPIB 的固收资产配置逐渐从政府债转向金融债、企业债等多元化的固收资产。

图59: CPP 固收资产的具体构成

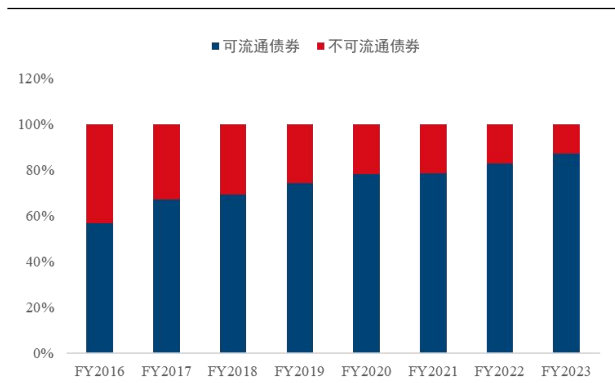


资料来源: CPP 年报, 国信证券经济研究所整理 注: 横轴为加拿大财年

CPPIB 可流通政府债的配置明显上升。CPPIB 在 1996 年创立之初仅投资于不可流通的政府债。随着基金管理经验的不断丰富, CPPIB 的投资资产种类也逐渐增多, 1999 年开始投资可流通的政府债券。近年来, 为了采取更为灵活的投资策略, CPPIB 的不可流通政府债占比明显下降, 从 2016 财年的 43.1% 降至 2022 财年的 17.2%。2023 财年, 由于美联储加息及加元汇率大幅贬值, 严重拖累了 CPPIB 持有的大量不可流通加拿大政府债的表现, 使其不可流通债券占比进一步下降至 12.9%。

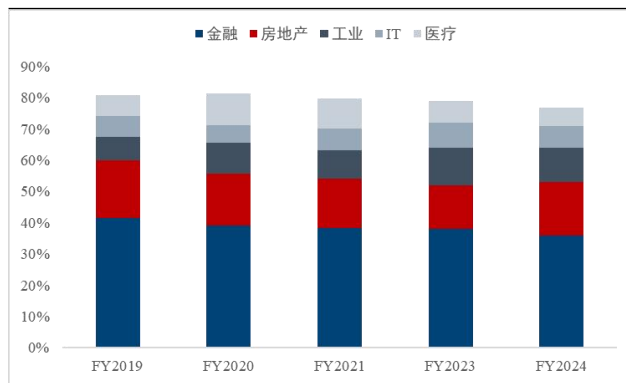
在其他固收资产中, CPPIB 在行业上偏好金融和房地产。自 2019 年起, CPPIB 对政府债券以外的其他固收投资进行单独拆分统计。从行业分布来看, 其他固收资产的行业投向较为稳定, 其中金融行业占比约四成, 房地产行业占比约一成半, 工业行业占比约一成, IT、医疗和消费行业合计占比约两成。具体来看, 金融、房地产及能源行业的占比近年来均呈现小幅下降的趋势, 而 IT 等行业的占比有所上升, 这与 CPPIB 近年来整体投资策略的行业倾向相一致。

图60: CPP 可流通政府债的配置明显上升



资料来源: CPP 年报, 国信证券经济研究所整理

图61: CPP 其他固收资产的行业配置情况



资料来源: CPP 年报, 国信证券经济研究所整理

总体而言, 低利率时期 CPPIB 的股债配置变化分三阶段: (1) 2008-2014 年, 金融危机后, CPPIB 减少权益资产配置至 50%, 固定收益资产回升至 33%。(2) 2015-2018 年, 权益资产占比回升至约 60%, 主要因私募股权投资增长, 固定收益资产占比降至 11%, 政府债券占比下降, 其他债券上升。(3) 2020 年至今,

股债配置随市场走势变化，权益配置持续上升，固定收益配置下降。CPIB 权益资产中，私募股权占比上升，与公开市场股票占比趋于均衡，主要涉及 IT、消费及金融行业。固收资产配置逐渐多元化，从政府债转向金融债、企业债等，政府债中可流通债配置增加，其他固收资产偏好金融和房地产。

各国养老金股债配置的同与不同

低利率环境为各国资产配置带来了较大挑战，各国养老金的配置情况来看，其股债配置呈现出以下共同趋势：

- （1）权益资产配置比例呈上升态势，而固定收益资产的占比逐渐下降。
- （2）权益资产配置与股市走势高度同步，在加息周期中，适时增加固定收益资产的配置。
- （3）权益资产的行业配置较为分散，其中科技、消费、工业、金融行业的占比相对较高。科技产业呈现增配态势，符合全球科技创新推动产业革命的大趋势。
- （4）重仓股选择较为稳定，多为长期持有。
- （5）固定收益资产以政府债券为主，但公司债等其他固定收益资产的占比呈现扩张趋势。

除了上述共同趋势外，不同养老金在资产配置方面也存在较大差异：

- （1）**主动/被动投资选择**：尽管以被动投资为主的管理模式有利于养老金在低利率环境中增厚投资收益，但部分养老金选择通过主动管理资金以获得超额收益。例如，日本 GPIF 以被动投资为主，而韩国 NPF 和加拿大 CPP 则以主动投资为主。
- （2）**具体股债选择**：韩国 NPF 和日本 GPIF 仍有较大比例的资产配置于固定收益资产，而德国 BVK 养老金计划、挪威 GPF 和加拿大 CPP 的权益资产配置比例超过 60%。这可能是因为韩国 NPF 和日本 GPIF 受政府干预较大。
- （3）**加拿大 CPIB 权益投资中私募股权的比例明显上升**，近年来私募股权与公开市场股票的占比已趋于相对均衡。

图62: 低利率时期各国养老金资产配置情况对比

公共养老金		日本 GPIF	韩国 NPF	德国 BVK 养老金计划	挪威 GPF	加拿大 CPP
低利率时期		- 低利率时期 (1991-1998) - 零利率时期 (1999-2016) - 负利率时期 (2016-2024.02)	低利率时期 (2015 年 6 月-2022 年 4 月)	- 低利率时期 (2009 年 2 月-2016 年 2 月) - 零利率时期, 存款便利利率实现“负利率” (2016 年 3 月-2022 年 6 月) - 加息初期的低利率环境 (2022 年 7 月-2022 年 10 月)	低利率时期(2008 年 12 月-2018 年 9 月, 2020 年 3 月-2022 年 6 月)	
主动/被动投资占比		- 被动投资为主 - 主动投资比重 17.12%, 被动投资比重 82.31%	- 主动投资占比较大 - 国内股权主动投资比重 70%, 海外股权主动投资比重 53%			- 主动投资为主 - 主动投资比重 60%, 被动投资比重 40%
股债大类	股债配置比重	国内固收比重 26.95%; 国内权益比重 24.33%	国内固收比重 29.3%; 国内权益比重 12.7%	- 权益投资为主 - 权益比重 75.88%; 固收比重 17.16%	- 权益投资为主 - 权益比重 70.8%; 固收比重 28.6%	- 权益投资为主 - 权益比重 59%; 固收比重 25%
	股债配置趋势	国内债券比例降低, 权益类资产占比提升, 股债逐渐均衡	- 权益投资比重增加, 国内权益的占比始终高于 15% - 国内固收资产占主要地位, 但占比持续下滑 - 权益资产配置与股市走势呈现出高度的同步性, 而固定收益资产的占比则持续下滑。	- 零利率时期: BVK 更加注重股票投资 - 加息周期: 适时调整投资组合, 增配固收资产	- 权益资产占比明显提高, 低利率时期维持在 60%以上, 固收资产配置下降 - 权益配置与股市走势一致 - 零利率时期更侧重于权益资产的配置, 且提升幅度更大	2008-2014 年: 减少了权益资产配置, 提升固定收益资产占比 2015-2018 年: 权益资产占比回升, 固定收益资产占比回落 2020 年至今: 延续了权益配置上升而固定收益配置下降的趋势
权益资产	行业配置情况		增配科技行业, 消费、金融、工业等领域占比保持相对稳定	科技、消费、工业、金融行业的占比相对较高, 科技产业呈现增配态势	行业配置较为分散, 科技、工业、金融占比较大, 科技、消费占比上升, 而能源、原材料占比下降	私募股权占比上升, 私募股权与公开市场股票占比趋于相对均衡 私募股权投资涉及多个行业, 其中 IT、消费 (包括必需品和非必需品) 以及金融行业的占比相对较高
	重仓券情况		倾向于投资具有较强竞争力和稳定收益的大型企业 重仓股选择较为稳定, 多长期持有		重仓股选择较为稳定, 多长期持有 重仓股排名变化一定程度反映了经济发展驱动力的结构变化	
固收资产	债券品类配置情况		市政债券的投资占比持续攀升, 而国债、公司债等资产的配置比重则逐步缩减		固收资产以政府债券为主, 公司债占比呈现扩张趋势	从政府债向金融债、企业债等多元化类型转移 可流通政府债的配置明显上升, 其他固收资产的行业上偏好金融和房地产

资料来源: 各国公共养老储备基金管理机构网站, 国信证券经济研究所整理 注: 德国 BVK 和挪威 GPF 对应欧元区的低利率环境; 比重数据截止到各国最新年报期末, 韩国、挪威、德国是 2023-12-31, 加拿大、日本是 2024-03-31

风险提示

- (1) 历史复盘对未来可能具有一定的参考价值，但其意义可能较为有限。
- (2) 资本市场政策可能出现调整，同时，宏观和微观流动性也可能会面临波动。
- (3) 文中个股仅作数据梳理，不构成投资推荐意见。

参考文献

- [1] Blundell-Wignall A, Y Hu, J Yermo, Sovereign Wealth and Pension Fund Issues[C]//OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions. OECD Publishing:No. 14, 2008.
- [2] IMF. Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda[R]. February 2008.
- [3] 刘文, 颜相子, 黄艳华. 国际视角的公共养老储备基金资本化运作及投资业绩研究[J]. 东岳论丛, 2020(8):15.
- [4] 刘莉, LIULi. 日本、韩国公共养老金投资模式演变及启示[J]. 社会保障研究, 2015(1):7.
- [5] 李宏瑾. 长期性停滞与持续低利率:理论, 经验及启示[J]. 世界经济, 2018(1):26.
- [6] 李娜, 李芮, 刘士达. 发挥耐心资本作用, 做好养老金融大文章——来自韩国国民养老金的经验[J]. 金融市场研究, 2025(1).
- [7] 王应贵, 刘芷辰. 日本政府养老投资基金资产配置和投资收益分析[J]. 现代日本经济, 2023, 42(1):29-42.
- [8] 许坤, 余欣艺. 日本货币政策框架:目标, 工具与操作实践[J]. 价格理论与实践, 2020. DOI:10.19851/j.cnki.CN11-1010/F.2020.10.435.
- 谢平, 陈超. 论主权财富基金的理论逻辑[J]. 经济研究, 2009, 44(02):4-17.

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032