

中信证券研究部

核心观点

刘方
组合配置首席
分析师

S1010513080004

刘笑天
组合配置分析师
S1010521070002赵文荣
量化与配置首席
分析师
S1010512070002顾晟曦
指数研究首席
分析师
S1010517110001

厉海强

国内保险、养老金、理财等中长期资金入市步伐加快，催生大规模长期配置需求。本报告以全球第一大政府养老储备基金——日本政府养老投资基金（GPIF）为例，研究海外机构投资者的投资运营实践。日本 GPIF 在管理模式、资产配置、风险管理等多方面，经历了从保守主义到市场化特征的渐进式改革，形成了多资产、全球化、被动化的投资管理框架。研究 GPIF 的已有实践有助于国内机构投资者吸纳有益经验，建立稳健、科学的配置体系，高效发挥财富保值、增值的职能。

■ **机构简介：万亿美元规模的长期机构投资者。** GPIF 成立于 2001 年，接受日本厚生劳动省的委托，负责管理国民年金、厚生年金的盈余。GPIF 的战略意义在于补充 100 年跨度内的日本公共养老金缺口，实现代际财富转移。截至 2022 财年，GPIF 管理资产规模共计 200.13 万亿日元（约合 1.51 万亿美元）；成立以来的年化收益率 3.6%；相对日本较低的长期无风险收益水平而言，实现了保值增值的目标。

■ **深度解读：市场化改革推动业绩提升。** 成立 20 余年来，日本 GPIF 在管理模式、资产配置、风险管理等方面，经历了从保守主义到市场化特征的渐进改革，形成了多资产、全球化、被动化的投资管理框架，推动近年业绩持续提升；GPIF 改革的背后，也是日本政府对养老金融模式的长期探索。

（1）**管理模式：从政府指导特征到市场化运作。** 早期 GPIF 政府指导特征较显著，过度外部依赖引致内控体系不完善、投资运营过保守等问题。2014 财年以来，GPIF 在内部建立董事会，完善审计体系、风控体系，确保了内部有足够资源禀赋实现科学决策。

（2）**资产配置：以公开市场为主，被动化和全球化投资。** GPIF 面向长期收益目标的实现，形成战略资产组合为核心的配置框架。在战略组合的指引下，实际配置转向偏重权益市场、海外市场，近 10 年风险资产的占比从不足 25% 提升到接近 50%；被动投资的占比超过 80%，大规模、高效率布局股债市场。

（3）**委外投资：高委外比例，重激励机制。** 在形成权益资产、海外资产的增量布局时，GPIF 充分运用外部管理人在特定领域的专业性，弥补内部经验的不足。截至 2022 财年，GPIF 委外投资比例约为 93%。GPIF 还在委外薪酬中提升了业绩报酬的占比，从而优化了委外投资的激励约束机制。

（4）**风险管理：基于战略组合的再平衡，整合 ESG 因素。** GPIF 运用配置偏离度、跟踪误差、在险价值等指标综合测度风险，作为组合再平衡的依据。近年来重点关注 ESG 投资与治理，被动投资 ESG 指数，持续跟踪组合碳足迹和碳强度、ESG 评分等。

组合配置分析师
S1010512010001

(5) 投资业绩：多元配置促进业绩提升，市场相关度高。近 10 年，权益投资、海外投资对全组合收益的贡献占比超过 85%，帮助 GPIF 实现收益能力的提升；但由于被动投资占比高、另类投资尚处探索阶段，GPIF 投资收益和传统市场的相关度仍较高，近几年的相对超额更多来自于委外管理人的主动管理。

■ **从 GPIF 的投资运营实践中，我们得出以下经验：**一是，制度设计保持一定的相对独立性，有利于机构的市场化投资。二是，资产配置与机构禀赋、收益目标相适应，重点在于满足负债端需求。三是，持续研究、阶梯布局，逐步向另类市场、海外市场寻求收益来源的丰富。四是，风险管理围绕资产配置，覆盖不同部门、不同资产，与负债期限相匹配。最后，适时利用委外形式拓展配置，费用控制是委外投资的重要环节。

■ **风险提示：**国内机构经营环境、投资需求存在差异；经济政策、市场环境发生变化；数据频率较低，刻画机构特征不完全；机构市场化运作时间有限，投资效果有待观察。

目录

日本 GPIF：万亿美元的长期机构投资者	5
GPIF 简介：超万亿规模的养老金投资机构	5
资金规划：应对百年跨度的养老金需求	6
管理模式：从政府指导特征到市场化运作	7
资产配置：以公开市场为主，被动化和全球化投资	8
投资目标：满足长期收益要求下的风险最小化	9
战略资产组合：联接投资目标与实际投资的纽带	11
实际投资组合：股债投资、被动投资为主，全球化布局	15
委外投资：高委外比例，重激励机制	19
风险管理：基于战略组合的再平衡，整合 ESG 因素	23
风险控制：基于战略资产组合的再平衡	23
ESG 治理：主题投资、所有权行使与绩效评估	26
投资业绩：多元配置促进业绩提升，市场相关度高	29
总结与经验	32
风险因素	34
相关研究	35

插图目录

图 1：GPIF 资产规模变动、资金流入和投资收益贡献	6
图 2：GPIF 的年度投资收益率变动	6
图 3：日本公共养老金的资金支出规划	7
图 4：GPIF 当前的公司管理模式	8
图 5：GPIF 的资产配置流程	9
图 6：厚生劳动省要求 GPIF 实现的“长期实际收益率”	11
图 7：GPIF 战略资产组合的构建流程	13
图 8：GPIF 战略资产组合的风险验证结果	14
图 9：GPIF 的市场化投资与 FILP 债券规模	15
图 10：GPIF 实际投资组合的大类资产占比	16
图 11：GPIF 股票投资的地域分布情况	16
图 12：GPIF 债券投资的地域分布情况	16
图 13：GPIF 的基础设施、房地产、私募股权投资规模	18
图 14：GPIF 的基础设施、房地产、私募股权投资地域分布（2022 财年）	18
图 15：GPIF 的外部管理人评估、筛选流程	20
图 16：GPIF 的委外薪酬决定机制	22
图 17：GPIF 实际投资组合的管理和托管费、平均投资费率	22
图 18：GPIF 各类资产的平均委外费率	22
图 19：GPIF 实际投资组合的偏离度与偏离度限制（2022 财年）	24

图 20: GPIF 实际投资组合的跟踪误差、在险价值 (2022 财年)	25
图 21: GPIF 实际投资组合的压力测试结果 (2022 财年)	25
图 22: GPIF 与 ESG 治理相关的业务部门	26
图 23: GPIF 投资各类资产的碳足迹及与基准对比	28
图 24: GPIF 投资各类资产的碳强度及与基准对比	28
图 25: GPIF 国内股票投资的 MSCI ESG 评分	29
图 26: GPIF 全球股票投资的 MSCI ESG 评分	29
图 27: GPIF 实际投资组合各类资产的投资收益率	30
图 28: GPIF 实际投资组合收益、战略资产组合收益、各类资产的收益贡献	30

表格目录

表 1: GPIF 的投资原则	9
表 2: 2020 财年厚生劳动省新一轮公共养老金财务验证结果、对 GPIF 的收益要求	10
表 3: GPIF 战略资产组合中各类资产采用的宽基指数	11
表 4: 2020 财年 GPIF 新一轮大类资产长期收益估计结果	12
表 5: 2020 财年 GPIF 新一轮战略资产组合构建结果	13
表 6: GPIF 战略资产组合中各类资产的配置比例	14
表 7: GPIF 实际投资组合中各类资产的重仓标的 (2022 财年)	17
表 8: GPIF 实际投资组合中主动投资、被动投资的占比	17
表 9: GPIF 的内部投资、委外投资项目数量及规模 (2022 财年)	19
表 10: GPIF 委外投资常用的委外基准指数	21
表 11: GPIF 的组合风险管理政策	23
表 12: GPIF 投资 ESG 指数的业绩表现	27
表 13: GPIF 外部管理人最关注的 ESG 事项 (2022 财年)	27
表 14: GPIF 另类投资规模和内部收益率 (IRR)	31
表 15: GPIF 投资组合的业绩归因与基准因子收益	31
表 16: GPIF 部分股票委外投资情况 (2022 财年)	32
表 17: 日本 GPIF 与其他国家主权基金、养老储备基金的对比	33

■ 日本 GPIF：万亿美元的长期机构投资者

国内中长期资金入市加快，催生大规模长期配置需求。经济环境、人口结构转变背景下，国民生命周期内的财富管理、资产配置需求持续增加。保险、理财、养老金等机构投资者成为联接居民财富配置与社会融资需求的纽带。在监管部门的政策部署下，中长期资金入市步伐加快，权益资产、另类资产逐步纳入配置体系；对应地，资金承担的市场风险水平也在提升。通过多元化配置丰富收益来源，实现组合收益与风险的平衡，这对机构的组合配置能力提出更严格的要求。

本篇报告以全球第一大政府养老储备基金——日本政府养老投资基金（Government Pension Investment Fund, GPIF）为例，研究海外机构投资者的长期配置方法与实践。GPIF 受托管理日本公共养老金盈余超 20 年，目前存续资产规模逾万亿美元，在日本公共养老金体系乃至整个养老保障体系中均有重要地位。2001 年成立至今，日本 GPIF 经历了从保守主义到市场化特征的渐进改革，其背后也是日本政府对养老金融的长期探索。借鉴 GPIF 的有益经验有助于机构投资者构建更加科学的资产配置、运营管理体系，高效发挥财富保值、增值的职能。

GPIF 简介：超万亿规模的养老金投资机构

日本政府养老金投资基金（GPIF）成立于 2001 年，接受厚生劳动省（Minister of Health, Labour and Welfare）¹委托，负责日本国民年金、厚生年金盈余的投管工作。日本公共养老金早期归属“财政投融资计划”（FILP）体系，多数投向经济效益较差的政府项目，少部分资金交由年金福祉事业团入市投资。叠加 90 年代日本泡沫经济破裂，养老金投资累计大幅亏损；相关制度亟需调整，以改善养老金供需两端受困的格局，GPIF 便成立于该背景之下。

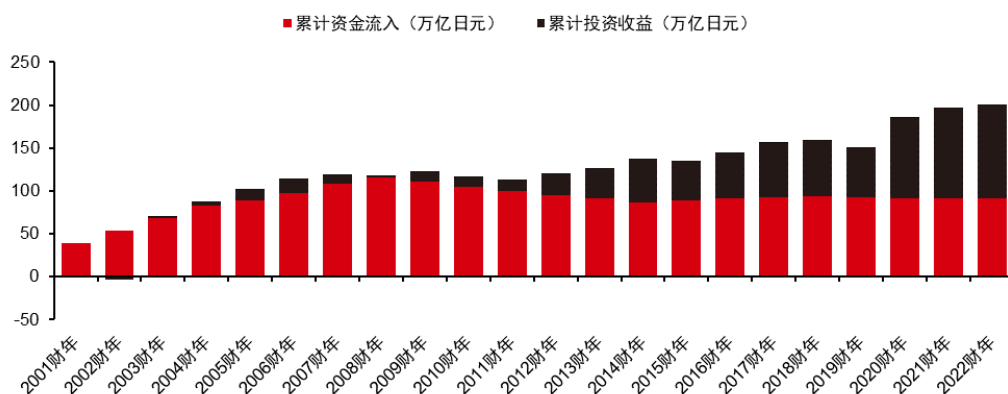
2001 年日本中央政府组织改革，负责国民年金与厚生年金盈余管理的运作部被划转到厚生劳动省。年金福祉事业团正式解散，厚生劳动省设立 GPIF 作为专门的养老金管理机构，建立策略体系以实现年金盈余的有效投资，这标志着公共养老金大规模市场化运作的开启。在 2001 财年，GPIF 接管年金福祉事业团约 26 万亿日元资产，构成最初的投资组合；从 2001 财年到 2006 财年，GPIF 又陆续接收了大藏省²信托基金局存留的 147 万亿日元资产，存续管理规模接近 120 万亿日元。2006 财年后 GPIF 步入稳定增长长期，主要的资金来源包括年金收支盈余和投资收益。

截至 2022 财年末（2023 年 3 月），GPIF 的资产管理规模共计 200.13 万亿日元（约合 1.51 万亿美元），是全球规模第一大的政府养老储备基金（按美元规模统计）；2001 财年至 2022 财年，累计投资收益为 108.38 万亿日元，初始年金资产、后续年金盈余流入总计 91.75 万亿日元；累计投资收益占 2022 年末资产管理规模的比例超过 50%。

¹ 日本中央政府下设主管社会福利与劳务，譬如医疗、卫生、福利、公积金等事务的机构。

² 日本中央政府下设主管日本财政、金融、税收等事务的机构。

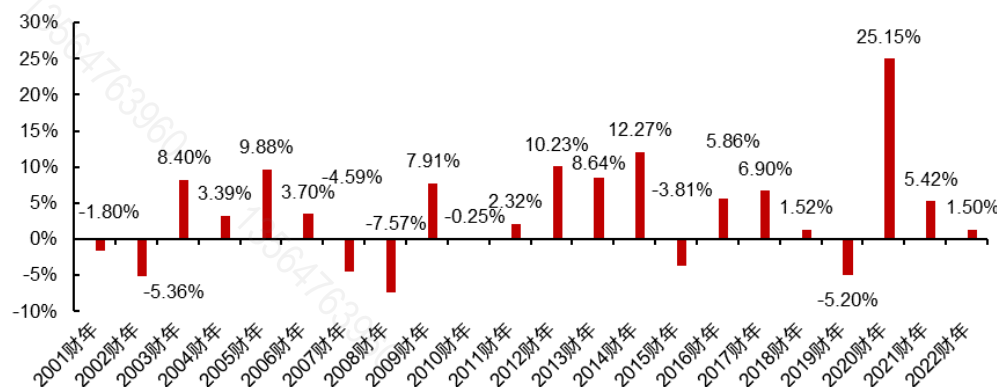
图 1：GPIF 资产规模变动、资金流入和投资收益贡献



资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部；数据截至 2023 年 3 月 31 日。

自 2001 财年成立以来，GPIF 的年化投资收益率为 3.6%，组合收益能力呈长期提升趋势。GPIF 成立初期的收益表现并不理想，2001-2002 财年的收益率均为负值；后续虽取得了数年的正收益，但收益水平整体不高；且在金融危机期间再度遭遇损失。随着收益目标、投资框架等内容的调整，GPIF 近年来的收益率逐步上行，在 2020 财年取得 25.2% 的历史最高收益率，2021 财年、2022 财年收益率分别为 5.4%、1.5%。

图 2：GPIF 的年度投资收益率变动



资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部；数据截至 2023 年 3 月 31 日。

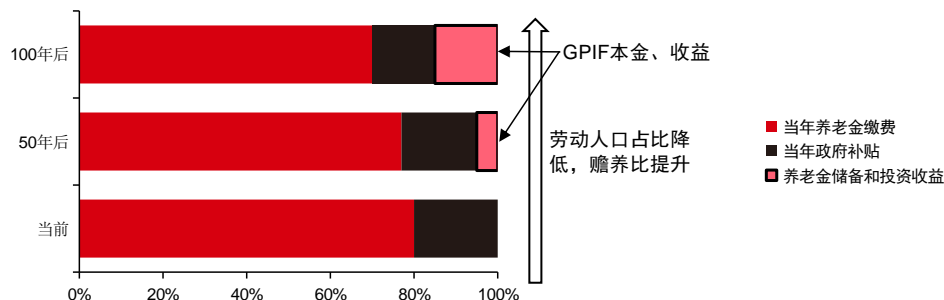
资金规划：应对百年跨度的养老金需求

日本公共养老金体系采用“部分积累制”（Pay-as-you-go），人口结构的变化长期导致养老金收支出现失衡。“部分积累制”的核心是由劳动人口赡养退休人口，当期支出由政府补贴和部分当期缴费构成，收支盈余则由政府机构集中管理。但未来数十年，日本老龄化程度加深是明确趋势，缴费基数和支出基数对比将显著变化，下代居民的福利水平无法得到有效保障，这成为日本政府亟待解决的难题。

因此，GPIF 的战略意义在于补足长期的公共养老金缺口，实现代际财富转移。GPIF 对年金盈余的管理，不会影响当年的养老金支出；而在于补足下一代的养老金缺口，实现

代际财富转移，从而降低财政支出负担。根据日本政府测算，公共养老金将在约 50 年后出现收支缺口。据 GPIF 年报，50 年跨度内除特殊状况外政府不会大规模动用 GPIF 资金，以保证投资运营的效果；而在 100 年跨度内，GPIF 的管理本金和投资收益将被先后动用，预计能够满足 10% 的公共养老金需求。

图 3：日本公共养老金的资金支出规划



资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部。

管理模式：从政府指导特征到市场化运作

日本 GPIF 以完全国有的独立法人机构形式出现，早期的市场化属性并不强，政府指导特征较为显著。根据 2001 年的《GPIF 法人机构治理法案》，GPIF 拥有独立法人地位，但厚生劳动省拥有任免 GPIF 理事长和其他高管的权力，GPIF 的投资决策也要基于厚生劳动省制定的中期投资目标而展开；机构内部未设立董事会，决策权责均由理事长承担；政府召集外部专家成立投资建议委员会，GPIF 的重要决策均需通过委员会审议、批准。综合来看，GPIF 早期受政府指导的特征较为显著，投资项目也带有不小的财政色彩。

过高的外部依赖引致内控体系不完善、基金运营不透明等多重问题。从 2014 财年开始，GPIF 尝试从内、外部推进公司治理架构的改革：

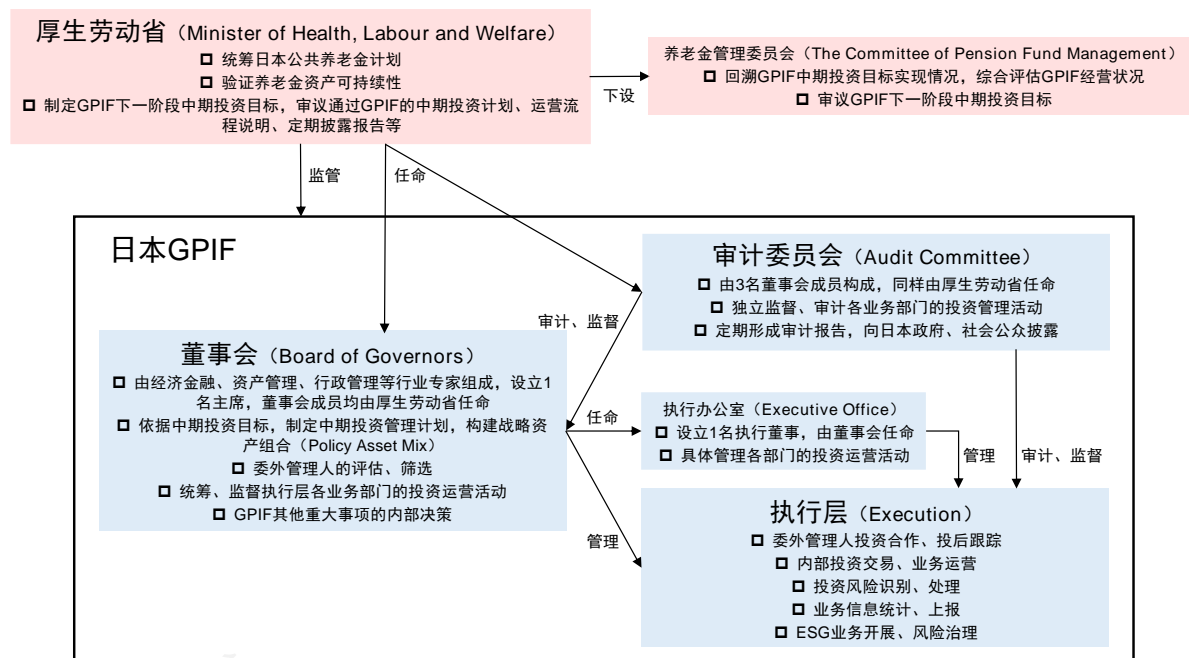
2014 财年，投资建议委员会首先向 GPIF 提出新的内控改革方案，包含巩固内部控制能力、巩固风险管理能力、巩固人力资源管理三项要求，督促强化业务风控、财务审计、信息披露等体系的建设。

2017 财年，日政府颁布执行《年金改革法》，在 GPIF 内部设立董事会，以代替外部投资建议委员会，同时建立内部审计委员会。董事会 10 名成员由 1 名主席和 9 名经济、金融、工商等领域专家组成，均由厚生劳动省任命，负责制定中期投资计划、构建外部管理人评估体系、重大运营事项决策，并监督各业务部门的投资执行情况，等等。内部审计委员会由 3 名董事会成员构成，定期在内部跟进中期目标的实现情况，监督不同部门的责任履行，向日本政府、社会公众报告。

通过治理架构改革，GPIF 确保了内部有足够的资源禀赋来实现科学决策、保护公众利益，市场化运作程度有所提升。当前 GPIF 的管理模式为：厚生劳动省负责公共养老金资源的统筹，定期开展对养老金资产验证，并制定中期投资目标；公司董事会基于中期投资目标制定内部的中期投资计划，形成不同资产的战略配置，并报厚生省批准；审计委员

会相对独立于董事会和业务部门，对具体的投资运营活动承担监督和审计责任；各业务部门共同构成执行层，执行董事由董事会任命，在董事会、审计委员会监督下开展具体业务，实现监督职责与业务执行职责的有效分离。

图 4：GPIF 当前的公司管理模式



资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部

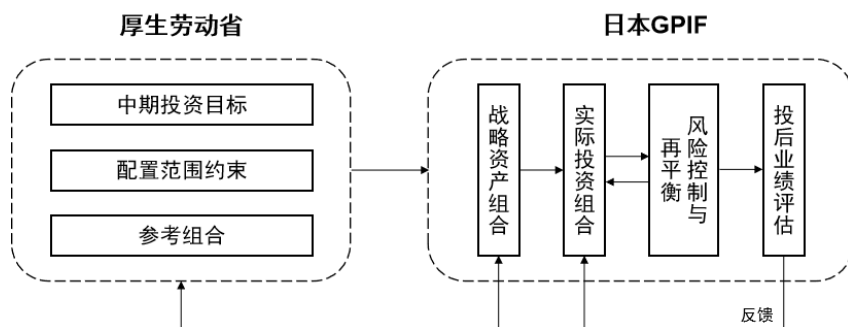
不仅是治理架构，GPIF 的市场化改革覆盖资产配置、投资运营、风险管理等广泛维度，其中不乏机构投资者领域的重要创新，共同促成了投资业绩的长期优化。接下来，本文将从资产配置、委外投资、ESG 治理和风险管理等入手，详细拆解 GPIF 的投资运营模式，分析业绩优化的主要来源。

■ 资产配置：以公开市场为主，被动化和全球化投资

如何在管理大体量资金的前提下，通过配置操作获取稳健收益，GPIF 的选择受到市场的广泛关注。在二十年的探索中，GPIF 构建了自上而下、多元布局的配置框架，形成了公开市场为主、被动投资为主、全球范围投资的配置特征。

具体而言，GPIF 的配置流程可以总结为：1）根据中期投资目标，制定中期投资计划，确定整体风险收益要求；2）配合风险收益要求，遵循投资范围、参考组合约束，构建面向中期的战略资产组合；3）在战略资产组合的基础上多元配置、主动管理，形成实际投资组合；4）定期衡量实际投资组合相对战略资产组合的偏离，通过组合再平衡控制风险水平；5）定期投后业绩评估，反馈至下一阶段资产配置。

图 5：GPIF 的资产配置流程



资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部

投资目标：满足长期收益要求下的风险最小化

投资目标和原则是机构资产配置的底层基础。GPIF 设立的战略意义是补足数十年跨度的养老金收支缺口；与之对应，GPIF 的投资目标是获取补足缺口的长期稳健收益，投资决策和风险管理都应从长期视角切入。

具体而言，除特殊情况外 GPIF 的本金收益在近 50 年都不会被大规模动用。这意味着 GPIF 最关注的风险不是短期收益波动，而是“长期收益无法满足养老金支出需求”的可能性。GPIF 认为，适度的风险承担对于资金管理而言是必要的，随着投资期限拉长，短期正面和负面的市场影响将相互抵消，期间收益的波动范围也将缩窄。稳健的配置策略有助于避免对短期波动的过度反应，确保长期收益的实现。

因此，GPIF 投资运营的首要原则是：在确保达到厚生劳动省要求的投资收益水平的基础上，最小化长期投资风险。投资原则的其他内容均与首要原则一致。

表 1：GPIF 的投资原则

编号	投资原则内容
1	我们的最终目标在于维护养老金参与者的长期利益，在满足投资收益要求的前提下最小化风险，增进国家养老保障体系的稳定性。
2	我们最基础的投资策略是分散化，包括资产类别、投资地域、投资久期的分散化。短期市场定价是波动的，GPIF 将利用长期投资视角的优势，实现更加分散、高效的收益，同时确保组合流动性满足当期支出。
3	我们构建面向全组合的战略资产组合，并从全组合、大类资产、投资经理层面分别管理风险。我们同时利用主动、被动的投资方法，获得基准收益（即全市场平均收益），同时寻求未开发、高质量的收益机会。
4	我们认为标的公司和资本市场的可持续成长，对长期收益而言极为重要。因此，我们一直推进除财务因素外，ESG 因素在投资决策中的考量。
5	接上条，为了增厚长期投资收益和履行所有权责任，我们应当推进包括 ESG 治理在内，有利于标的公司和资本市场可持续成长的前沿协议、制度达成。

资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部

关于政府收益要求，厚生劳动省每 5 年为 GPIF 设定统一的中期投资目标（Medium-term Objective），要求满足给定的“长期实际收益”（Long-term Real Return）。“长

期实际收益”是 GPIF 成立以来扣除工资增长率因素后的年化收益，是面向长期投资的收益要求；但由于预测情形和实际投资存在差别，厚生劳动省每 5 年要在中期目标中调整该要求，确保 GPIF 的收益能力与养老金需求的动态适应。

根据 GPIF 年报，厚生劳动省确定“长期实际收益”的依据是每 5 年一次、公开披露的财务验证（Financial Verification）。财务验证的具体内容是对劳动人口占比、全要素生产率、工资增长率等经济市场指标的未来走势做预测，形成不同经济情景；再计算各情景下，未来 100 年政府需要的公共养老金储备。GPIF 的“长期实际收益”应当能补足未来 100 年的公共养老金缺口，在未来 50 年内避免大规模的资金动用。

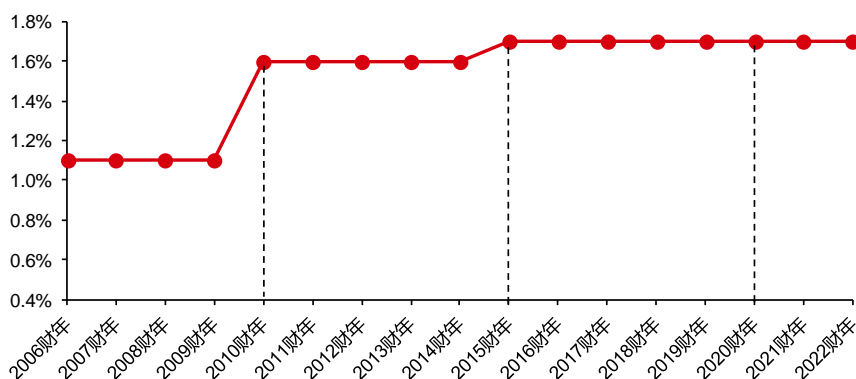
表 2：2020 财年厚生劳动省新一轮公共养老金财务验证结果、对 GPIF 的收益要求

经济发展情景	对应的经济状态		价格水平变化和对应的“长期实际收益”要求			
	劳动人口参与情况	全要素生产率	CPI 增长率	工资实际增长率 (剔除 CPI 影响)	对 GPIF 收益的要求 (剔除 CPI 影响)	对 GPIF 收益的要求 (剔除工资增长率影响)
情景 1	高经济增长，劳动人口占比提升	1.3%	2.0%	1.6%	3.0%	1.4%
情景 2		1.1%	1.6%	1.4%	2.9%	1.5%
情景 3（正常情景）		0.9%	1.2%	1.1%	2.8%	1.7%
情景 4	结构性增长，劳动人口占比提升	0.8%	1.1%	1.0%	2.1%	1.1%
情景 5	人口占比提升	0.6%	0.8%	0.8%	2.0%	1.2%
情景 6	经济停滞，劳动人口占比不变	0.3%	0.5%	0.4%	0.8%	0.4%

资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部；注：1）数据截至 2023 年 3 月；2）厚生劳动省认为情景 3 发生的概率最大，在情景 3 下 GPIF 的“长期实际收益”超过 1.7%时，GPIF 的管理规模将在 2079 年到达最高点，满足后续养老金支出需求。

根据 GPIF 年报，2020 财年，厚生劳动省制定新一轮的“长期实际收益”目标为 1.7%，即 GPIF 自成立起，剔除工资增长率后的年化收益应超过 1.7%，以满足正常情景（情景 3）的养老需求；在此基础上，GPIF 再通过不同资产配置实现风险最小化。2006-2009 财年的“长期实际收益”目标为 1.1%；2010-2014 财年为 1.6%；2015 财年后保持 1.7%水平不变。不断抬升的收益目标反映了外部环境变化下，养老金所面临的更高的保值增值需求。2006 财年至 2020 财年，随着养老金长期压力显现、GPIF 投资能力提升，厚生劳动省的“长期收益目标”也从 1.1%加码至 1.7%。

图 6：厚生劳动省要求 GPIF 实现的“长期实际收益率”



资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部。注：1）数据截至 2023 年 3 月 31 日；2）图中虚线代表厚生劳动省财务验证、调整中期投资目标的时间点。

战略资产组合：联接投资目标与实际投资的纽带

成立初期的 GPIF 缺乏明晰的投资指引，投资内容也仍以 FILP 债券等财政工具为主。厚生劳动省启动制定中期投资目标后，GPIF 也开始寻求差异化的收益来源，改善组合的投资业绩。为了在组合配置上体现中期投资目标，2006 财年，GPIF 正式引入了战略资产组合（Policy Asset Mix），作为实际投资的约束条件和业绩基准。

具体而言，战略资产组合由国内外股债市场的宽基指数加权而成，是预期满足投资目标要求、同时使风险最小化的被动投资组合，体现 GPIF 希望实现的最低收益、风险水平。GPIF 的战略组合中包含国内债、全球债、国内股和全球股共 4 类资产（注：国内债、国内股，分别指日本国内债、日本国内股。下同），这顺应 GPIF 以公开市场为主的投资策略，也是厚生劳动省在参考组合（Reference Portfolio）中建议 GPIF 核心布局的方向。GPIF 给 4 类资产均设置了市场指数，这些市场指数代表对应资产的风险收益特征，也是 GPIF 在对应市场投资的业绩比较基准。

宽基指数的成分分布需要和 GPIF 的目标投资方向相一致，例如 GPIF 当前的战略组合采用日本股票市场的宽基指数（TOPIX）代表国内股票，而全球股票则在全球股指（MSCI ACWI）基础上，剔除了归属日本国内的指数成分股（not incl. JPY）。

表 3：GPIF 战略资产组合中各类资产采用的宽基指数

资产类别	基准指数
国内债券	NOMURA-BPI (excluding ABS)
全球债券	FTSE World Government Bond Index (not incl. JPY, no hedge/JPY basis)
国内股票	TOPIX (incl. dividends)
全球股票	MSCI ACWI (not incl. JPY, JPY basis, incl. dividends)

资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部。

4 类资产指数按一定比例加权构成战略资产组合；战略资产组合，就是 GPIF 预期满足“长期实际收益”目标，同时使风险最小化的被动投资组合，战略组合的收益即为全组

合的业绩比较基准。在此基础上，GPIF 通过主动的多元配置、标的筛选，获得相对基准的超额。当中期投资目标调整时，4 类资产指数占比相应变化，使战略组合的风险、收益持续适配。

关于战略组合的构建方法：GPIF 运用过去 25 年的指数数据，对不同宽基指数估计未来长期走势，得到大类资产的风险收益、资产间的相关性；基于中期投资目标，再结合对经济、市场前景的适度判断，决定最终的战略配置比例。

首先，采用差异化方法估计长期收益：

(1) 国内债券：长期利率情景模拟（Long-Term Interest Rate Scenarios）+均衡收益率估计（Equilibrium Return Rate）。利率情景模拟是根据现有利率曲线和经济发展前景，对未来利率走势形成预测；均衡收益率则是根据全球市场资本化率、以及各资产之间的相关性，推导出的市场“隐含收益率”。

(2) 全球债券、国内股票、全球股票：模块化方法（Building Block Method）。根据宽基指数的历史收益，推导出不同资产的历史风险溢价，作为未来风险溢价的估计；以预期短期利率作为无风险利率，叠加风险溢价，形成风险资产的收益预期。

表 4：2020 财年 GPIF 新一轮大类资产长期收益估计结果

资产类别		国内债券	全球债券	国内股票	全球股票	（工资增长率）
预期实际年化收益率（剔除工资增长率）		-1.7%	0.3%	3.3%	4.9%	2.3%
预期名义年化收益率（包含工资增长率）		0.7%	2.6%	5.6%	7.2%	--
预期风险（收益年化标准差）		2.56%	11.87%	23.14%	24.85%	1.62%
预期资产间相关性 （收益相关系数）	国内债券	1.00				
	全球债券	0.29	1.00			
	国内股票	-0.16	0.06	1.00		
	全球股票	0.11	0.59	0.64	1.00	
	（工资增长率）	0.04	-0.01	0.11	0.10	1.00

资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部；数据截至 2023 年 3 月。

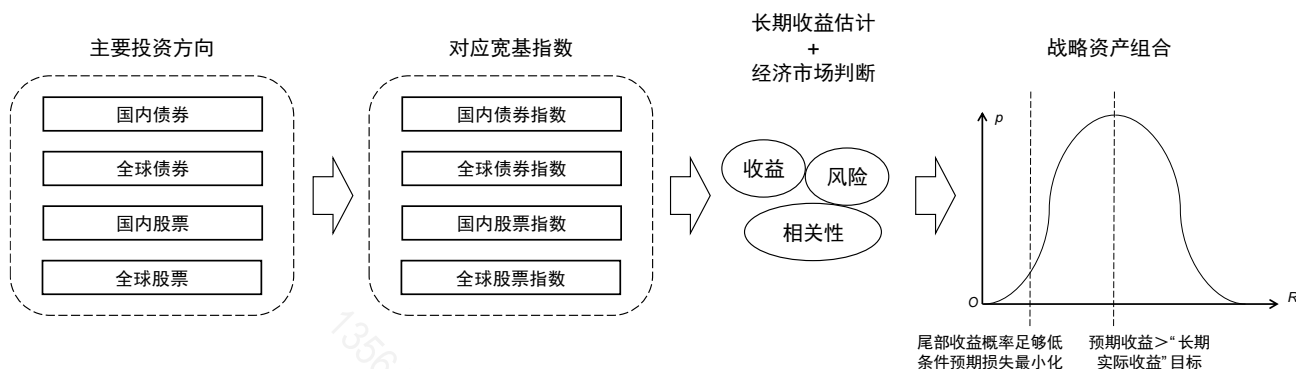
然后，构建“收益达标、风险最小”的战略资产组合。值得注意的是，GPIF 寻求的风险最小化并非收益波动率的最小化，而是低收益概率的最小化，这源于 GPIF 对“投资收益无法满足养老支出需求”风险的关注。GPIF 会根据计算的大类资产数据，模拟资产组合的收益分布，包括正态分布、经验分布等。不同的资产配置形成不同的收益分布，GPIF 要从中寻找最合适的战略配置比例，使得：（1）战略组合长期收益预期达标；（2）尾部收益概率（Lower Partial Probability），即战略组合收益低于名义工资增长率的概率，应低于“全投资国内债券组合”的对应概率；（3）条件预期损失（Conditional Average Shortfall Rate），即所有战略组合收益低于名义工资增长率的情形下，战略组合的预期收益与名义工资增长率的差值平均值，应当最小化。

表 5：2020 财年 GPIF 新一轮战略资产组合构建结果

组合指标	组合构成	预期实际 年化收益	预期名义 年化收益	年化 标准差	尾部收益 概率	条件预期损失	
						正态分布	经验分布
战略资产组合	25%×国内债券 25%×全球债券 25%×国内股票 25%×全球股票	1.7%	4.0%	12.3%	44.4%	9.2%	10.9%
参考：全投资 国内债券组合	100%×国内债券	-1.6%	0.7%	2.6%	70.7%	3.0%	3.0%

资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部；数据截至 2023 年 3 月。

图 7：GPIF 战略资产组合的构建流程



资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部。

虽然 GPIF 会通过主动管理挖掘相对战略组合的超额，但 GPIF 的制度文件规定了实际投资相比战略组合的偏离限制。因此，GPIF 收益的主要来源仍是战略组合，我们能够通过战略组合的变化，分析 GPIF 背后的配置决策。

2006 财年至今，GPIF 战略资产组合中权益指数、海外指数的占比持续提升，这是 GPIF 市场化改革的重要内容，反映了通货膨胀、利率走低背景下，GPIF 更高的风险收益偏好。在 2006 财年构建的战略组合中，GPIF 投资国内股票、全球股票和全球债券的战略中枢仅分别为 11%、9%和 8%，而日本国内债券和短期资产的战略中枢合计达到 72%。重仓国内债的配置架构在通货紧缩时期就因增值能力有限、分散化程度不足而饱受诟病；进入通货膨胀、利率走低的金融危机后时代，养老金的保值能力也受到挑战，难以满足不断抬升的收益目标。

2013 年的日本养老金改革方案中提出，更加分散、重视权益的投资组合能帮助 GPIF 丰富收益来源，促进国内市场的健康发展。GPIF 战略组合中权益资产、海外资产的占比相应调升：2013-2014 财年，国内股票、全球股票和全球债券的战略中枢小幅调升至 12%、12%和 11%；2015-2019 财年，战略中枢大幅调升至 25%、25%和 15%；2020 财年至今，全球债券的战略中枢再度调升至 25%。当前 GPIF 战略组合中 4 类资产的占比均为 25%，资产类别、投资地域的分散化更加突出。

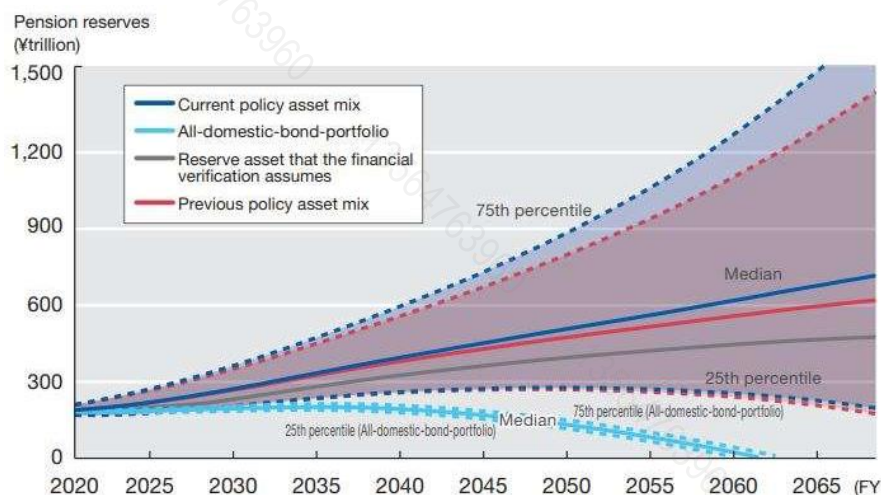
表 6: GPIF 战略资产组合中各类资产的配置比例

2006 年 4 月-2013 年 6 月					
资产类型	国内债券	国内股票	全球债券	全球股票	短期资产
目标配置比例	67%	11%	8%	9%	5%
偏离限制	±8%	±6%	±5%	±5%	--
2013 年 6 月-2014 年 10 月					
资产类型	国内债券	国内股票	全球债券	全球股票	短期资产
目标配置比例	60%	12%	11%	12%	5%
偏离限制	±8%	±6%	±5%	±5%	--
2014 年 10 月-2020 年 3 月					
资产类型	国内债券	国内股票	全球债券	全球股票	短期资产
目标配置比例	35%	25%	15%	25%	0%
偏离限制	±10%	±9%	±4%	±8%	--
2020 年 3 月至今					
资产类型	国内债券	国内股票	全球债券	全球股票	短期资产
目标配置比例	25%	25%	25%	25%	0%
偏离限制	±7%	±8%	±6%	±7%	--

资料来源: GPIF 年报, 中信证券研究部。注: 1) 数据截至 2023 年 3 月 31 日; 2) GPIF 从 2013 财年启动另类投资, 但不属于主要配置方向, 因此在战略组合中不予体现。

GPIF 在构建战略组合后会进行风险验证 (Risk Verification), 确保按战略组合投资, 能大概率实现厚生劳动省在财务验证中的储备计划。GPIF 利用蒙特卡洛模拟, 统计未来收益曲线的分布, 测度通过投资管理满足养老储备计划的概率。由于市场的不确定性, GPIF 无法完全消除尾部风险, 但 GPIF 在持续推进尾部风险的最小化。据 GPIF 统计, 2020 财年新的战略组合, 在未来 25 年内无法满足储备计划的概率为 38.1%, 未来 50 年内的概率为 39.8%, 显著优于上一期战略组合的 40.0%、43.0%。

图 8: GPIF 战略资产组合的风险验证结果

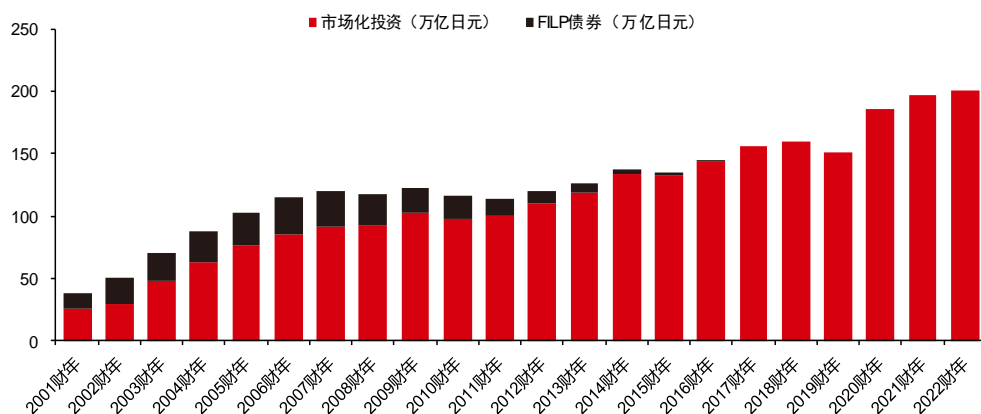


资料来源: GPIF 年报。注: 横轴为时间, 纵轴为养老储备规模; Current policy asset mix 即 2020 财年以来的战略组合, previous policy asset mix 为上一期战略组合, All-domestic-bond-portfolio 为全国内债券投资组合, Reserve asset that the financial verification assumes 为厚生劳动省希望 GPIF 实现的养老储备。

实际投资组合：股债投资、被动投资为主，全球化布局

在中期投资目标和战略资产组合的指引下，GPIF 的实际投资组合持续趋向市场化。2006 财年，GPIF 从日本大藏省接收最后一笔存留资产，彼时组合中 FLIP 债券的占比为 25.7%。在中期目标和战略组合影响下，至 2017 财年 GPIF 已经完全退出了 FILP 计划投资，全组合 100%由市场化资产构成。

图 9：GPIF 的市场化投资与 FILP 债券规模

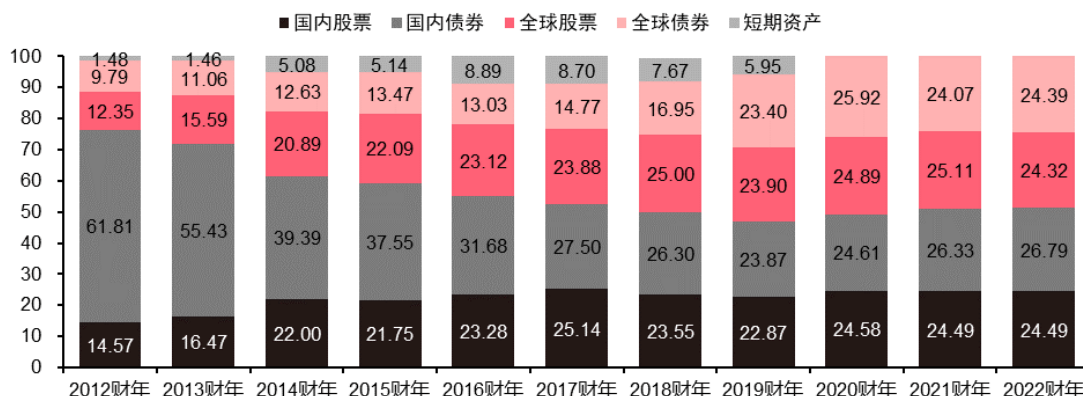


资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部；数据截至 2023 年 3 月 31 日。

在市场化改革的过程中，GPIF 的资产配置呈现以下几个趋势：

第一，权益资产、海外资产占比不断提升，资产类别、投资地域上的分散化更加显著；战略资产组合调整的前后，也是实际投资组合明显转向的时段。日政府维持低利率来对抗经济低迷和通胀走低，在此背景下日本国内债券逐渐失去吸引力。2012-2014 财年，GPIF 投资国内股票的比例从 12.35% 上升至 20.89%，投资全球股票的比例从 12.35% 上升至 20.89%；2019 财年，全球债券的投资比例从 16.95% 快速升至 23.40%，4 类资产均衡配置的局面基本形成。截至 2022 财年末，国内股票、全球股票、国内债券和全球债券的实际投资比例分别为 24.49%、24.32%、26.79% 和 24.39%。

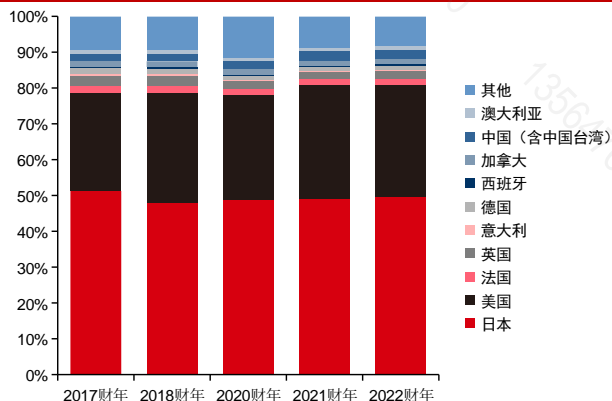
图 10: GPIF 实际投资组合的大类资产占比



资料来源: GPIF 年报, 中信证券研究部。注: 1) 数据截至 2023 年 3 月 31 日; 2) 2020 财年后现金、存款等短期资产被划归至国内债券、全球债券中。3) 另类投资项目均按照风险收益特征划归到 4 类传统资产中。

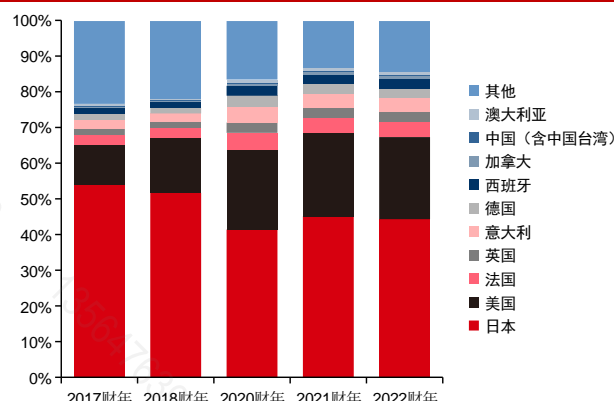
GPIF 的境外投资以发达市场为主, 其中超 50%集中在美国, 近几年对美国债券的增配尤其明显。截至 2022 财年, GPIF 本土股票投资的规模为 49.7 万亿日元, 相比 2017 财年上升 9.0 万亿日元; 美国股票投资的规模为 31.5 万亿日元, 相比 2017 财年上升 9.7 万亿日元。GPIF 本土债券投资的规模为 46.6 万亿日元, 相比 2017 财年下降; 美国债券投资的规模为 24.2 万亿日元, 相比 2017 财年上升 14.8 万亿日元。GPIF 的海外布局与地缘因素有关, 美日持续密切的政治和经贸合作, 推动 GPIF 在美国市场的增配; 而对中国、韩国等市场, GPIF 的投资占比相对偏低。

图 11: GPIF 股票投资的地域分布情况



资料来源: GPIF, 中信证券研究部; 数据截至 2023 年 3 月。注: GPIF 未公布 2019 财年投资的地域分布。

图 12: GPIF 债券投资的地域分布情况



资料来源: GPIF, 中信证券研究部; 数据截至 2023 年 3 月。注: GPIF 未公布 2019 财年投资的地域分布。

统计 GPIF 的重仓情况: 权益方面, GPIF 重仓科技、互联网、制造等产业, 在支持丰田、索尼、基恩士等本土企业的同时, 大规模布局苹果、微软、亚马逊等海外巨擎。债券方面, GPIF 在逐步退出 FILP 财政计划后, 固收资金主要重仓日本、美国等地的通胀挂钩、固定利率政府债。

表 7: GPIF 实际投资组合中各类资产的重仓标的 (2022 财年)

国内债券	投资市值 (亿日元)	国内股票	投资市值 (亿日元)
10-year Inflation-Indexed Bonds JGB #20	11004	TOYOTA MOTOR CORP.	18063
Fixed-rate Bonds JGB #156	6718	SONY GROUP CORP.	14865
10-year Inflation-Indexed Bonds JGB #21	6647	KEYENCE CORP.	10196
10-year Inflation-Indexed Bonds JGB #19	5772	MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP, INC.	9607
Fixed-rate Bonds JGB #150	5014	NIPPON TELEGRAPH AND TELEPHONE CORP.	8147
全球债券	投资市值 (亿日元)	全球股票	投资市值 (亿日元)
US TREASURY N/B 4.125PCT 15NOV32	3647	APPLE INC	22620
US TREASURY N/B 2.875PCT 15MAY32	2297	MICROSOFT CORP	17670
US TREASURY N/B 1.875PCT 15FEB32	2144	AMAZON.COM INC	8194
US TREASURY N/B 1.625PCT 15MAY31	1885	NVIDIA CORP	6178
US TREASURY N/B 1.375PCT 15NOV31	1868	ALPHABET INC-CL A	5232

资料来源: GPIF 年报, 中信证券研究部; 注: 数据截至 2023 年 3 月。

第二, GPIF 应用了高比例、宽范围的被动投资; 这与权益、海外投资中枢的上行密切相关。GPIF 此前并没有丰富的权益、海外市场投资经验; 对于大体量的资金规模、快速上升的投资需求, GPIF 现有的委外资源、投研能力难以支撑项目落地。对于 GPIF 而言, 买入指数在高效率、低成本布局不同市场的同时, 也能帮助 GPIF 实现标的高度分散化, 是更加合适的投资渠道。2012 财年至今, 除国内债券的被动投资比例从 90.1% 降至 58.1% 之外, GPIF 全球债券、国内股票、全球股票组合的被动投资占比均持续上行, 全组合的主动投资占比不足 20%。GPIF 对发达市场政府债、大型企业股票的重仓, 也受到指数投资为主的影响。

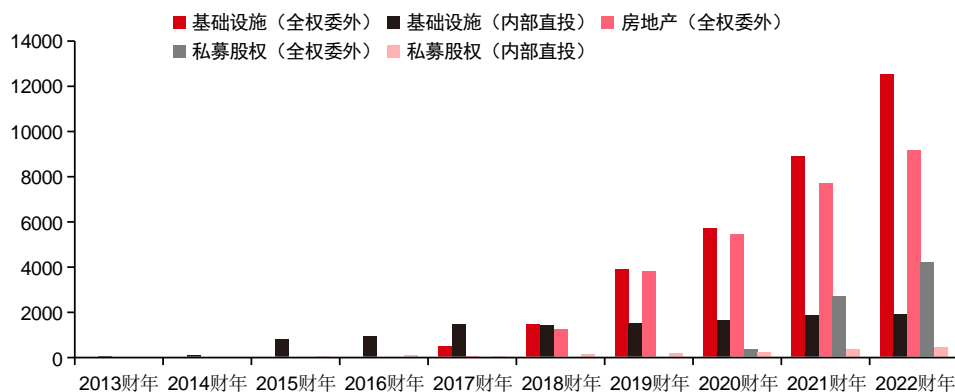
表 8: GPIF 实际投资组合中主动投资、被动投资的占比 (单位: %)

资产类别	投资形式	2012 财年	2013 财年	2014 财年	2015 财年	2016 财年	2017 财年	2018 财年	2019 财年	2020 财年	2021 财年	2022 财年
国内债券	被动投资	90.5	90.1	86.1	82.5	79.4	77.0	75.5	71.5	72.9	76.6	58.1
	主动投资	9.5	9.9	13.9	17.5	20.6	23.0	24.5	28.6	27.1	23.4	41.9
全球债券	被动投资	70.6	71.7	69.9	64.9	60.9	62.0	66.2	73.8	76.1	79.2	86.3
	主动投资	29.4	28.3	30.2	35.1	39.1	38.0	33.8	26.2	23.9	20.8	13.7
国内股票	被动投资	78.8	87.7	86.7	81.5	90.6	90.4	90.6	90.9	93.0	93.7	93.1
	主动投资	21.2	12.3	13.3	18.5	9.4	9.6	9.4	9.1	7.0	6.4	6.9
全球股票	被动投资	86.7	89.4	88.1	84.2	86.5	86.3	90.5	90.2	88.0	90.8	93.6
	主动投资	13.3	10.6	12.0	15.9	13.6	13.7	9.5	9.8	12.0	9.2	6.4
全组合	被动投资	84.5	86.0	83.9	79.3	77.3	76.3	77.9	79.2	82.7	85.2	82.8
	主动投资	15.5	14.0	16.1	20.7	22.7	23.7	22.1	20.8	17.3	14.8	17.2

资料来源: GPIF 年报, 中信证券研究部; 注: 数据截至 2023 年 3 月。

第三，2013 财年以来 GPIF 另类投资的规模逐年扩张，但当前在全组合中的占比仍相对较低，对组合的分散效果有限。2012 财年，GPIF 执行了“委托研究计划”（Commissioned Research Project）并与政府达成一致，GPIF 认为通过委外或合作方式布局另类投资，对 GPIF 获取流动性溢价和分散化溢价都是有帮助的。2013 财年，GPIF 首笔 2 亿日元的基础设施投资通过与日本发展银行（DBJ）合投的方式落地。此后，GPIF 于 2016 财年、2018 财年分别落地私募股权、房地产投资项目。截至 2022 财年，GPIF 的另类投资规模共计 2.8 万亿元，在全组合中的占比约 1.4%；大部分以全权委外的方式形成，少部分以内部直投、合作投资的方式形成。

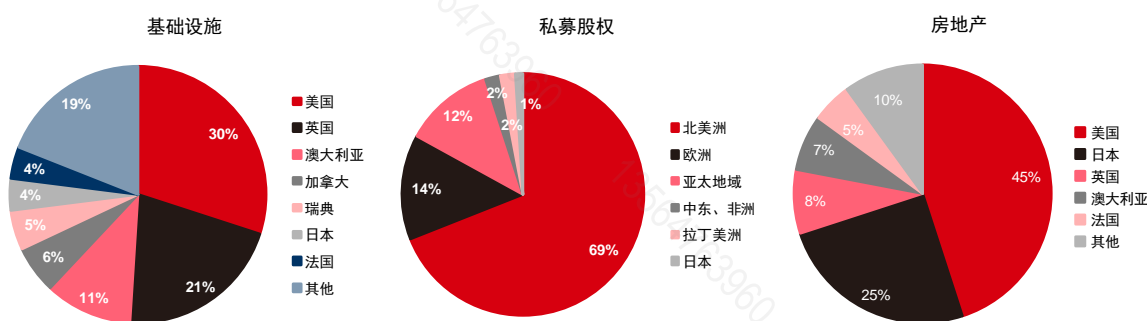
图 13：GPIF 的基础设施、房地产、私募股权投资规模（单位：亿日元）



资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部。注：数据截至 2023 年 3 月。

与股债投资不同，GPIF 的本土另类投资占比更低，而是集中在美、英等海外发达市场，以挖掘更前沿化、更具潜力的机会，同时获取货币汇兑的收益。

图 14：GPIF 的基础设施、房地产、私募股权投资地域分布（2022 财年）



资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部。注：数据截至 2023 年 3 月。

■ 委外投资：高委外比例，重激励机制

虽然以股债投资、被动投资为主，但为了借助更广泛的投研资源，有效管理万亿美元资金，GPIF 超九成的投资项目通过委外途径建立。根据政府法规和投资原则约束，GPIF 的市场化投资需主要通过委外途径；对于投研要求较高的股票投资，GPIF 只能通过外部管理间接布局。从客观角度而言，委外投资也能充分运用外部管理人在特定市场、资产上的专业优势，补足 GPIF 内部投资经验的匮乏，这对 GPIF 境外市场投资、另类投资的拓展尤为重要。

截至 2022 财年末，GPIF 旗下投资组合共包括 154 个子基金项目，其中仅有 6 个项目由 GPIF 直接在内部投资管理，分布在国内债券、全球债券、基础设施和私募股权资产中，规模总计 13.9 万亿日元；其余子基金均由外部管理人受托管理或托管，共计 38 家外部管理人，委外规模总计 186.2 万亿日元。

表 9：GPIF 的内部投资、委外投资项目数量及规模（2022 财年）

资产类别	内部投资		委托投资		
	基金项目数	规模（万亿日元）	基金项目数	外部管理机构数	规模（万亿日元）
国内债券被动	0	0.00	14	6	28.87
国内债券主动	2	13.60	13	13	6.88
全球债券被动	0	0.00	22	6	43.24
全球债券主动	1	0.06	14	13	5.26
国内股票被动	0	0.00	15	7	46.84
国内股票主动	0	0.00	11	9	3.24
全球股票被动	0	0.00	23	4	46.77
全球股票主动	0	0.00	25	19	2.54
基础设施	1	0.19	5	3	1.26
私募股权	1	0.04	3	3	0.42
房地产	0	0.00	3	2	0.92
总计	6	13.89	148	38	186.24

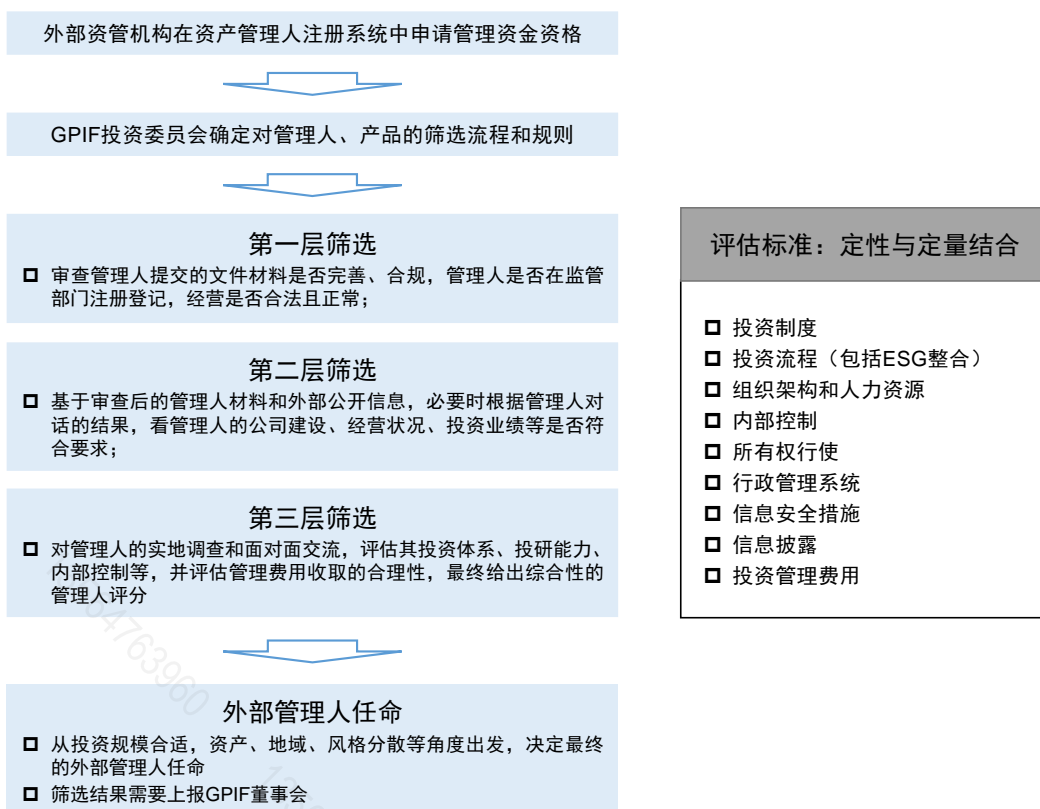
资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部。注：1）数据截至 2023 年 3 月 31 日。2）同一外部机构可能同时受 GPIF 委托，管理不同类型的资产，此处不再重复计算。

关于委外合作的建立：GPIF 建立了一套以三层筛选（Screening）为核心的、定量与定性相结合的管理人评估、筛选体系。该体系以管理人资格、规模和年限等作为基础条件，结合投资策略、投资流程、内部控制、费用报酬等因素深度分析，最终建立少量长期、优质的委外合作关系。

根据 GPIF 官网，委托管理资金的机构，应当是政府相关监管部门的登记在册机构；满足正常经营要求的同时，其养老金管理规模或总资金管理规模应超过 1000 亿日元，同策略管理年限超过 5 年，管理规模超过 300 亿日元。符合条件的机构可在 GPIF 的资产管理人注册系统（Asset Manager Registration System）中申请资格。

从数百家申请机构中，GPIF 通过三层筛选确定最终的委外机构。第一层筛选（First Screening）关注管理人提交材料是否合规，管理人表面经营状况是否正常；第二层筛选（Second Screening）关注管理人提交材料的内容，判断管理人的综合素质是否符合要求；第三层筛选（Third Screening）则是更加广泛、透彻的管理人调查流程。最终通过筛选的机构往往只有数十家，GPIF 曾自动让这些机构进入委外池；但如今，GPIF 还会结合资产配置的实际需求，最终决定是否展开委外合作。

图 15：GPIF 的外部管理人评估、筛选流程



资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部。

关于委外投资的基准：GPIF 对每个委外子基金项目分别设定了委外基准，作为管理人投资业绩的考核依据。不同于组成战略组合的大类资产基准指数，委外基准仅用于对应子基金项目的考核。管理人可以根据受托资金约定的投资方向和目标，与 GPIF 共同商讨、确定委外基准，一般是从 GPIF 常用的市场宽基指数池中选择。例如，负责日本本土股票投资的管理人可能选择 TOPIX 指数，而负责全球股票投资管理可能选择剔除日本成分股的 MSCI-ACWI 指数。

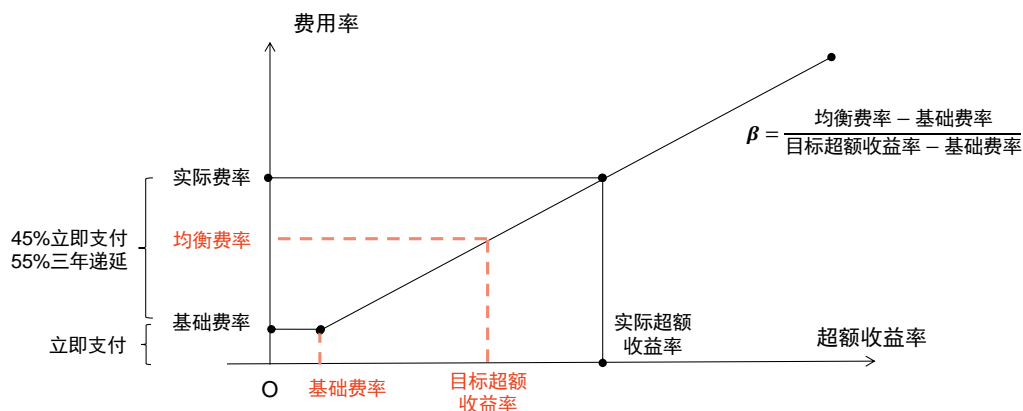
表 10: GPIF 委外投资常用的委外基准指数

资产类别	常用委外基准—主动投资	常用委外基准—指数投资
国内债券	NOMURA - BPI (excluding ABS)	NOMURA-BPI (excluding ABS) NOMURA-BPI Government Bonds
全球债券	Bloomberg Global Aggregate Index (ex-JPY Unhedged) Bloomberg US Aggregate Bond Index (Unhedged) Bloomberg Euro Aggregate Bond Index Bloomberg U.S. High Yield 2% Issuer Capped Bond Index Bloomberg Euro High Yield 2% Issuer Capped Bond Index J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Index J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index	FTSE World Government Bond Index (ex Japan and China, Unhedged, in JPY terms) and Other Regional Index Bloomberg U.S. High Yield 2% Issuer Capped Bond Index (Unhedged, in JPY terms) Bloomberg Euro High Yield 2% Issuer Capped Bond Index (Unhedged, in JPY terms)
国内股票	TOPIX (incl. dividends) RUSSELL /NOMURA Large Cap Value Index (incl. dividends) RUSSELL/NOMURA Small Cap Index (incl. dividends) RUSSELL/NOMURA Small Cap Growth Index (incl. dividends) MSCI Japan Small (gross)	TOPIX (incl. dividends) RUSSELL/NOMURA Prime Index (incl. dividends)
全球股票	MSCI- ACWI (excl. Japan, incl. dividends in JPY) MSCI- KOKUSAI (incl. dividends in JPY) MSCI-EMERGING MARKETS (incl. dividends in JPY)	MSCI- ACWI (excl. Japan and China A-Shares, in JPY terms, incl. dividends)

资料来源: GPIF 官网, 中信证券研究部。

关于委外投资的薪酬: GPIF 对薪酬机制也进行了市场化改革, 逐步提升业绩报酬的比重。2018 财年之前, GPIF 曾采用基础费用 (Base Fee) 为主、业绩报酬 (Performance-Based Fee) 为辅, 规定费用上下限的薪酬机制, 实际上接近固定费用制。该机制并不利于主动管理的激励, 导致 GPIF 的委外业绩相对不佳。因此, GPIF 于 2018 财年进行了薪酬机制改革, 取消了费用上限的设置, 降低了基础费率的占比。为了防止总的薪酬待遇减少, GPIF 设定了特殊的超额收益报酬率, 使低于基础费率的超额收益对应基础费率, 同时目标超额收益对应均衡费率 (Break-Even Fee, 基本等于改革前的总费用水平), 根据管理人的实际超额收益, 决定应付的委外薪酬。

图 16: GPIF 的委外薪酬决定机制

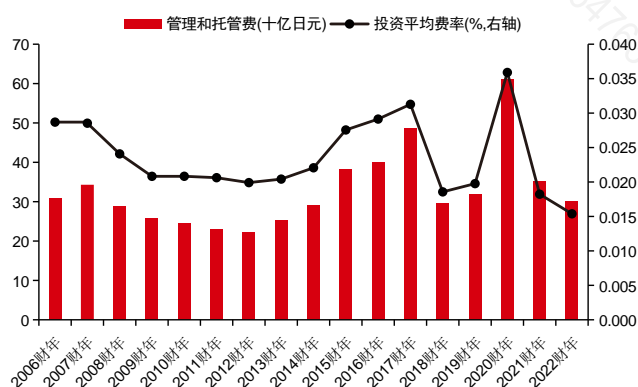


资料来源：日本 GPIF，中信证券研究部。

在考核区间上，GPIF 曾利用过去三年的平均超额，作为决定业绩报酬的依据。这类方法保障了考核的长期导向，不过难以及时兑现近期的主动管理收益，也难反映部分投资对组合的累计贡献。因此，GPIF 当前采用薪酬递延制：根据近一年超额收益计算业绩报酬，当期支付其中的 45%，而在后续三年陆续支付剩余的 55%。

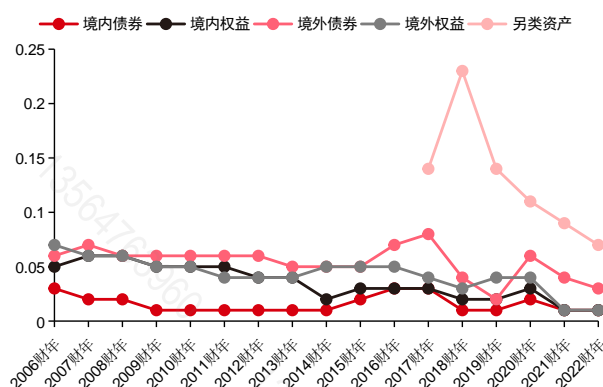
得益于薪酬机制改革，GPIF 在海外投资、权益投资占比上升的同时，实现了较成功的委外费率控制。2012-2017 财年，GPIF 的组合收益相对平稳，而管理费、托管费水平在逐年提高，带来成本端的支出压力。2018 财年薪酬机制改革后，GPIF 单年实现了 193 亿元的费用削减；后续费用和管理人超额的相关度更高，在权益市场上涨行情的 2020 财年、2021 财年，GPIF 依然保持着的较低的权益投资委外费率。另类投资初期的委外费用较高，近年来呈逐步下行的趋势。

图 17: GPIF 实际投资组合的管理和托管费、平均投资费率



资料来源：GPIF，中信证券研究部；数据截至 2023 年 3 月。

图 18: GPIF 各类资产的平均委外费率（单位：%）



资料来源：GPIF，中信证券研究部；数据截至 2023 年 3 月。

■ 风险管理：基于战略组合的再平衡，整合 ESG 因素

GPIF 对组合的风险管理以确保中期投资目标的实现为目标，以战略资产组合和实际投资组合的对比为重心，囊括全组合、大类资产乃至基金经理层面的控制。正如前面提到，GPIF 更加关心“投资收益无法满足养老支出需求”的风险，而非短期的市场波动。因此，GPIF 的风险识别、管理也从长期视角入手，覆盖市场风险、流动性风险、国家风险、信用风险和 ESG 风险等。

表 11：GPIF 的组合风险管理政策

序号	组合风险管理政策
1	GPIF 构建战略资产组合，并确保组合的执行效果，以在风险最小化的前提下，实现养老支出所需求的收益；
2	GPIF 遵循风险管理的基本原则，即分散化投资中不同资产有着不同的风险、收益特征；
3	GPIF 从全组合、单个资产类别、单个投资经理的层面分别进行风险管理，同时保障全组合、单个资产类别层面，战略组合的执行效果；
4	GPIF 会基于合理的经济、市场判断来短期调整实际组合，但存在相对战略组合的偏离度限制；
5	尽管存在短期市场波动，GPIF 希望发挥长期投资的优势、同时保证养老支出所需的流动性，获取更稳健、高效的收益；为了保证流动性，GPIF 会采取合适措施，包括以平滑的方式卖出资产、考虑交易对市场的影响，等等；
6	GPIF 致力于优化内部审计系统、巩固会计审计能力，全面履行审慎义务和受托责任。

资料来源：GPIF 官网，中信证券研究部。

风险控制：基于战略资产组合的再平衡

GPIF 风险控制的内容主要是测度实际投资与战略组合的差异；在偏离过大时，及时、适度地进行再平衡，确保长期收益的稳健：

GPIF 以资产配置约束作为风险控制的核心，应用偏离度限制（Deviation Limit）体现约束。偏离度限制，即 GPIF 各类资产实际配置比例，相对战略配置比例的波动范围。如表 6 所示，2020 财年以来 GPIF 国内债券、全球债券、国内股票、全球股票的偏离度限制分别为 $\pm 7\%$ 、 $\pm 6\%$ 、 $\pm 8\%$ 、 $\pm 7\%$ ，对全部债券、全部股票投资的偏离度限制分别为 $\pm 11\%$ 、 $\pm 11\%$ ；对另类投资的要求是实际占比不超过 5%。GPIF 月度跟踪实际配置的偏离度，并设置预警点（Alarm Point），在某类资产偏离超过预警点时，就会触发反向交易流程，实现组合再平衡。2022 财年，GPIF 开始运用股指期货投资，相比现货拥有更高的交易效率，便利再平衡交易。

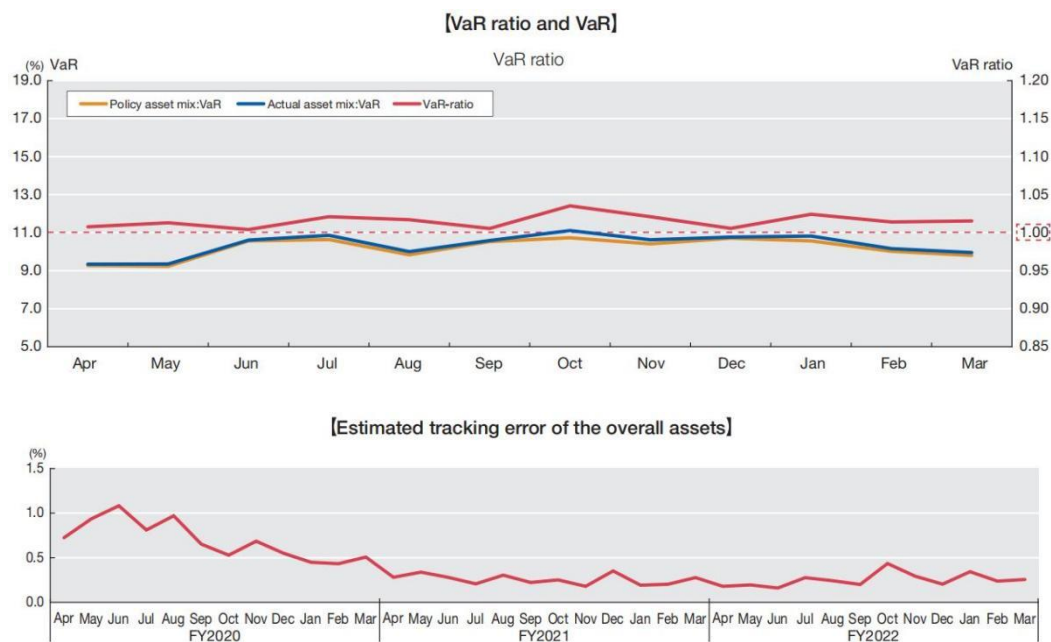
图 19: GPIF 实际投资组合的偏离度与偏离度限制 (2022 财年)



资料来源: GPIF 年报。注: 1) 数据截至 2023 年 3 月 31 日。2) 股指期货按照名义价值纳入股票配置比例; 另类资产按照风险收益特征归类到 4 类资产中, 并计算配置比例。

除资产配置的直接约束, GPIF 还会比较实际组合和战略组合的风险收益特征, 测度战略组合在业绩方面的执行效果, 具体指标包括预估跟踪误差 (Estimated Tracking Error)、在险价值 (Value-at-Risk, VaR) 等, 均每月测度。预估跟踪误差是 GPIF 通过定量模型, 面向未来做出的、超额收益波动率的预测, 用以衡量超额收益的稳定性。而在险价值更关注尾部风险, GPIF 利用 Delta 方法分别测度 1σ 置信区间下, 实际组合、战略组合的尾部收益率作为在险价值, 计算在险价值比 (VaR Ratio)。根据公司年报, 当预估跟踪误差超过 1.5%, 或在险价值比超过 1.05 时, GPIF 就需要对组合进行再平衡。

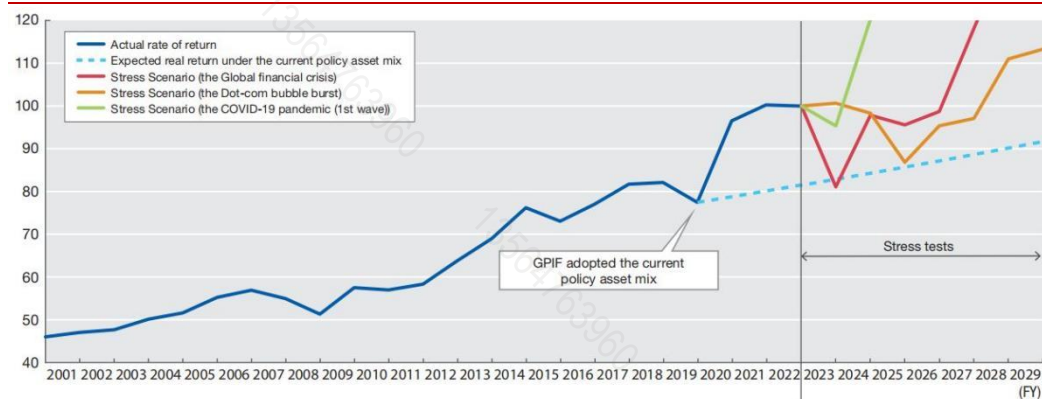
图 20：GPIF 实际投资组合的跟踪误差、在险价值（2022 财年）



资料来源：GPIF 年报。注：1）数据截至 2023 年 3 月 31 日。2）上图中黄色线为 GPIF 战略资产组合的在险价值，蓝色线为实际投资组合的在险价值，红色线（右轴）为实际组合与战略组合的在险价值比率。3）下图红色线为 GPIF 的预估跟踪误差。

对于长期投资中可能遭遇的极端情况，GPIF 通过压力测试（Stress Test）衡量对投资组合的影响。压力测试通过模拟全球金融危机、互联网泡沫、新冠疫情爆发等极端事件爆发，预估资产管理规模在对应情景下的额外变化。2022 财年的压力测试显示，极端事件在短期会对 GPIF 的资产规模累积产生负面影响；但随着后续市场秩序的恢复，GPIF 的长期投资收益仍然得到较好的保障。

图 21：GPIF 实际投资组合的压力测试结果（2022 财年）



资料来源：GPIF 年报。注：1）数据截至 2023 年 3 月 31 日。2）图中蓝色实线代表 2022 财年之前 GPIF 的资产管理规模；蓝色虚线代表 2020 财年后 GPIF 预期长期收益对应的未来资产规模；红色线代表全球金融危机情景下，GPIF 预估的未来资产规模；黄色线代表互联网泡沫情景，绿色线代表新冠疫情爆发情景。

ESG 治理：主题投资、所有权行使与绩效评估

GPIF 认为，环境保护、社会责任、社会治理等因素在短期对投资业绩的影响有限，但长期的外部性难以忽视，因此属于风险管理的重要内容。作为全球配置的“广泛投资者”（Universal Owner），以及实现代际财富转移的“跨世代投资者”（Cross-generational Investor），GPIF 有义务、有理由促进投资标的 ESG 治理的优化。近年来，GPIF 持续推动 ESG 治理的内部变革，同时拓展 UNPRI、TCFD 等外部合作。2023 年 4 月，GPIF 建立 ESG & 所有权行使部门，负责 ESG 治理与投资、所有权行使相关的具体业务，向 GPIF 董事会、投资委员会汇报业务情况。

图 22：GPIF 与 ESG 治理相关的业务部门



资料来源：GPIF ESG 报告，中信证券研究部。

在投资原则、组合风险管理政策的指引下，GPIF 从投资项目、投后管理和绩效评估等多维度，推进 ESG 因素与投资流程的整合：

投资项目：指数形式的主题投资。从 2017 年开始，GPIF 陆续选择多只海内外 ESG 指数进行被动投资，以优化组合的长期收益风险特征；同时活跃相关指数交易，改善市场的 ESG 投资、信息披露环境。为了提高主题投资的效率，GPIF 在 2019 财年引入指数发布系统（IPS），定期收集 ESG 指数信息、定量方法筛选优秀指数。

根据 GPIF ESG 报告，投资的 ESG 指数应具有以下特征：

- （1）ESG 评级在指数成分股选择、权重划分中起到决定性作用；
- （2）指数采用的 ESG 评级规则完善、透明，对上市公司而言通俗易懂，预期能促进日本权益市场的 ESG 治理水平提升；
- （3）指数不包含针对特殊行业、企业设置的负面清单；
- （4）指数基于市场宽基母指数开发，相对母指数的跟踪误差较小，可投资容量较大。

截至 2022 财年，GPIF 共参与投资 9 只 ESG 指数，包括 6 只日本本土指数、3 只海外指数，投资规模总计 12.4 万亿日元。自纳入以来，海外 ESG 指数相比母指数整体取得了正超额收益，而本土 ESG 指数的超额表现不一。

表 12: GPIF 投资 ESG 指数的业绩表现

指数名称	纳入时间与所属市场	从纳入起至 2023 年 3 月			从 2022 年 4 月至 2023 年 3 月		
		年化收益率	相比母指数 年化超额	相比全市场 年化超额	年度收益率	相比母指数 超额	相比全市场 超额
MSCI ESG Select Leaders	2017/6, 本土	6.73%	0.32%	0.65%	2.80%	-2.40%	-3.02%
MSCI WIN	2017/6, 本土	5.29%	-1.10%	-0.79%	0.05%	-4.99%	-5.77%
FTSE Blossom	2017/6, 本土	7.06%	0.65%	0.98%	4.96%	-0.43%	-0.85%
S&P/JPX Carbon	2018/9, 本土	4.95%	-0.13%	-0.13%	4.89%	-0.93%	-0.93%
FTSE BlossomSR	2021/11, 本土	3.34%	0.94%	0.64%	5.73%	0.34%	-0.08%
Morningstar GenDiJ	2023/3, 本土	--	--	--	3.39%	0.02%	0.06%
S&P Global Carbon	2018/9, 海外	11.84%	0.22%	0.14%	2.65%	1.11%	0.77%
MSCI ESG Universal	2020/11, 海外	15.85%	0.27%	0.25%	2.23%	0.45%	0.35%
Morningstar GenDi	2020/12, 海外	16.42%	0.16%	1.55%	2.95%	0.87%	1.07%

资料来源: GPIF ESG 报告, 中信证券研究部; 注: 1) 数据截至 2023 年 3 月; 2) 日本本土 ESG 投资采用 TOPIX 作为全市场指数, 海外 ESG 投资采用 MSCI ACWI ex Japan 作为全市场指数。

投后管理: 在外部管理人考核中纳入 ESG 治理条目。GPIF 委外投资占比超九成, ESG 相关的投后管理主要是约束外部管理人所有权行使。GPIF 的所有权行使原则(Stewardship Principle)规定, 管理人必须赞同并履行日本所有权行使准则(Japan's Stewardship Code)和 UNPRI 的 ESG 内容; 不同管理人的股东投票不必保持一致, 但管理人应定期披露完整、详细的所有权行使策略和数据, 接受 GPIF 的监督评估。在另类投资方面, GPIF 主要采用 FOF 投资形式, 要求管理人每年提交 ESG 报告, 阐述子基金 ESG 整合的状况。

为了明确所有权行使的考核方向, GPIF 从 2019 财年开始统计“管理人普遍关注的 ESG 事项”, 将管理人在这些领域的所有权行使情况, 作为后续管理人评估、考核的重点内容。GPIF 将此视为与外部管理人的良性互动, 在了解管理人当期偏好的基础上, 设计适配的考核体系。

表 13: GPIF 外部管理人最关注的 ESG 事项 (2022 财年)

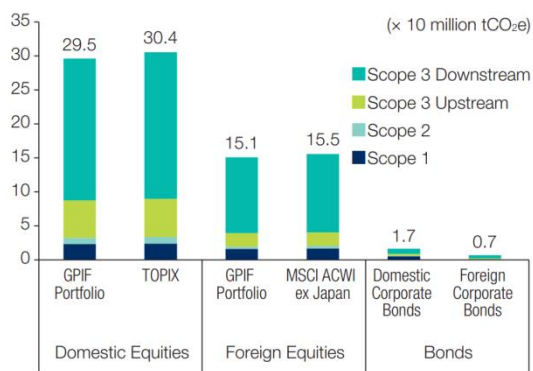
国内股票被动投资		国内股票主动投资		全球股票被动投资		全球股票主动投资	
事项	关注管理人占比	事项	关注管理人占比	事项	关注管理人占比	事项	关注管理人占比
E:气候变化	100%	E:气候变化	100%	E:气候变化	100%	E:气候变化	86%
ESG:供应链	100%	ESG:信息披露	100%	ESG:信息披露	100%	ESG:信息披露	71%
ESG:信息披露	100%	G:少数股东权利	100%	ESG:多样性	100%	G:公司治理	71%
ESG:不当行为	100%	G:管理层架构	100%	E:生物多样性	100%	G:管理层架构	71%
G:公司治理	100%	G:资本使用效率	100%	S:人权保护&社群	100%	ESG:多样性	67%
S:人权保护&社群	100%	ESG:不当行为	86%	S:健康安全	100%	E:生物多样性	57%

资料来源: GPIF Stewardship Report FY2022, 中信证券研究部。注: 1) 数据截至 2023 年 3 月; 2) E 代表环境治理、S 代表社会责任、G 代表公司治理, ESG 代表 3 个主题均有涉及。

绩效评估：多方法测度投资组合的 ESG 风险敞口。GPIF 的绩效评估涵盖环境、社会、公司治理三大主题，以环境主题为关注重点；评估指标包括面向气候变化风险的碳足迹和碳强度、气候在险价值等；也包括综合考量的 ESG 评级，等等。

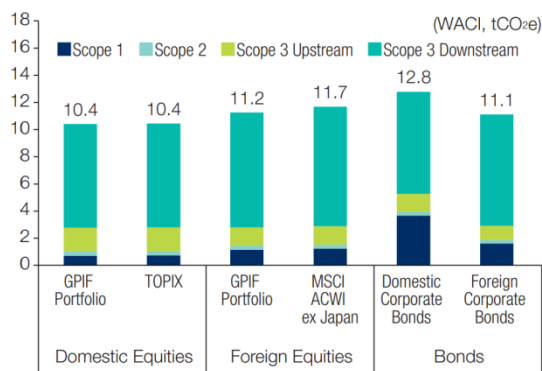
碳足迹 (Carbon Footprint) 衡量组合或标的总排放的二氧化碳当量，而碳强度 (Carbon Intensity) 衡量组合或标的单位销售收入对应排放的二氧化碳当量。GPIF 将碳排放的统计范围拓展到 Scope3，不仅包括标的公司自身，也包括标的所处产业链上下游。2022 财年，GPIF 日本本土、海外股票投资的碳足迹和碳强度均低于全市场基准。

图 23：GPIF 投资各类资产的碳足迹及与基准对比



资料来源：GPIF ESG 报告。注：数据截至 2023 年 3 月，单位：千万吨二氧化碳当量。

图 24：GPIF 投资各类资产的碳强度及与基准对比



资料来源：GPIF ESG 报告。注：数据截至 2023 年 3 月，单位：吨二氧化碳当量/百万日元。

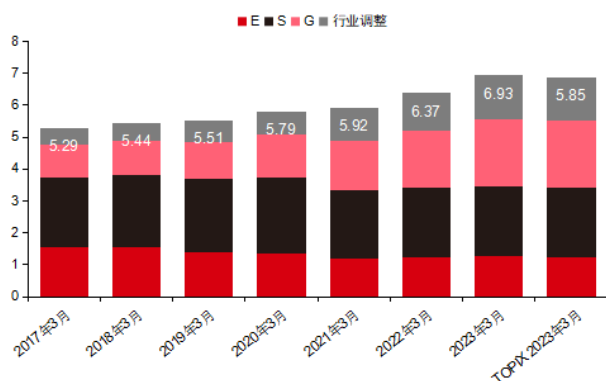
根据 GPIF ESG 报告，GPIF 测度气候变化风险的其他方法包括但不限于：

(1) 隐含气温升幅 (Implied Temperature Rise, ITR)：预测组合内标的在未来的温室气体排放规模，测度“假设全球企业均按此规模排放时，到 2050 财年的全球气温升幅”。截至 2022 财年，GPIF 国内股票、全球股票投资的 ITR 分别为 2.5°C 和 2.6°C。

(2) 气候在险价值 (Climate Value-at-Risk, CVaR)：预测不同的气候变化情景对组合长期收益的额外影响。2022 财年至 2050 财年，不同情景对 GPIF 政府债投资收益的预期影响大概在 -6.6% 至 -1.0% 间。

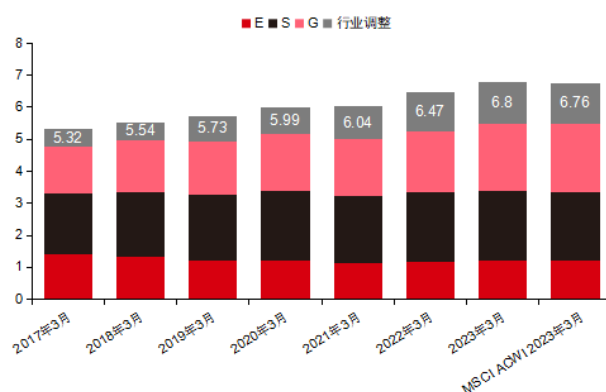
(3) 排放避免额 (Avoided Emission)：即“因某项产品的使用，而非该产品的生产周期或价值链，引致的温室气体排放减少”。GPIF 仅对标的公司容易理解、披露完整的减排项目进行统计；截至 2022 财年，组合的排放避免额相当于 1.2 倍日本国土面积的森林吸收量。

图 25: GPIF 国内股票投资的 MSCI ESG 评分



资料来源: GPIF ESG 报告。注: 数据截至 2023 年 3 月, 单位: 千万吨二氧化碳当量。

图 26: GPIF 全球股票投资的 MSCI ESG 评分



资料来源: GPIF ESG 报告。注: 数据截至 2023 年 3 月, 单位: 吨二氧化碳当量/百万日元。

ESG 评级 (ESG Ratings) 的覆盖主题相比上述方法更加广泛, 同时将环境资源、社会责任、公司治理等信息定量化, 结合信披完整度、信披内容进行打分。GPIF 主要运用 MSCI、FTSE 等三方评级刻画组合 ESG 绩效, 形成 E、S、G 三维得分 (MSCI 还包括行业调整)。2016 财年至 2022 财年, GPIF 组合的 ESG 评级持续提升, 最新评级优于全市场基准。

■ 投资业绩: 多元配置促进业绩提升, 市场相关度高

借助组织制度、资产配置、委外投资和风险管理等方面的市场化探索, GPIF 自成立以来的投资业绩长期呈上行趋势。自成立以来, GPIF 的年化投资收益率为 3.6%。我们将 GPIF 投资运作的 22 年划分为两个 11 年: 2001-2011 财年, GPIF 的年化收益率为 1.3%, 收益波动率为 5.9%; 2012-2022 财年, GPIF 的年化收益率为 5.9%, 收益波动率为 8.3%, 投资业绩整体呈上行趋势。

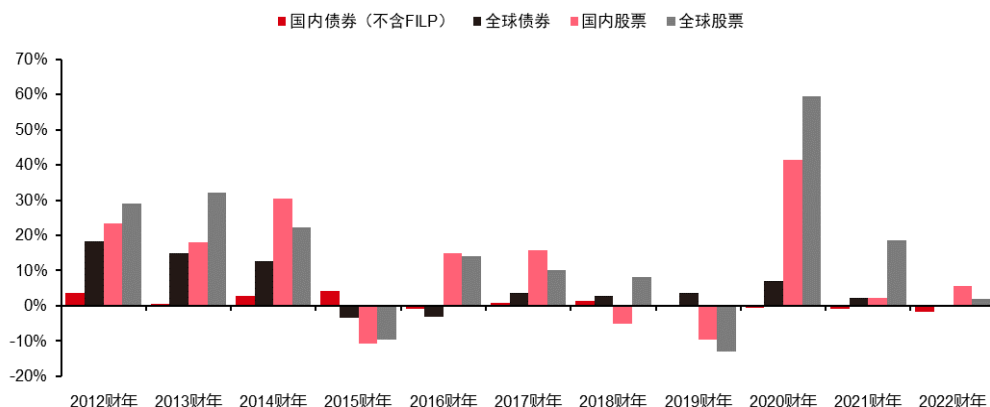
具体来看, GPIF 股票投资、境外投资的长期增值潜力更高, 占比上行利于整体组合的收益创造; 股票投资、境外投资帮助 GPIF 跨过了日本债市疲软的阶段: 2012 财年至今, GPIF 实际投资组合的年化收益率为 5.9%; 其中国内股票组合年化收益率 10.3%, 全球股票组合年化收益率 14.1%, 全球债券组合年化收益率 5.1%; 而国内债券组合年化收益率仅为 0.8%; 日本、全球股票投资对全组合收益的贡献占比超过 85%, 长期增长的潜力显著高于日本本土债券。

2012-2014 财年, GPIF 股票投资的收益率变动不明显, 但战略资产组合调整驱动股票增配, 股票收益贡献从 2012 财年的 7.0% 升至 2014 财年的 11.4%, 推动全组合收益上行; 2020 财年, 由于全球股票现大规模上涨行情, GPIF 也获得了 25.2% 的成立以来最高年收益率。

但由于高被动投资、低另类布局的投资特征, GPIF 的实际收益与战略组合的基准收益接近, 与市场整体的相关性较高。GPIF 主动管理的超额收益一直较低, 受股债市场波

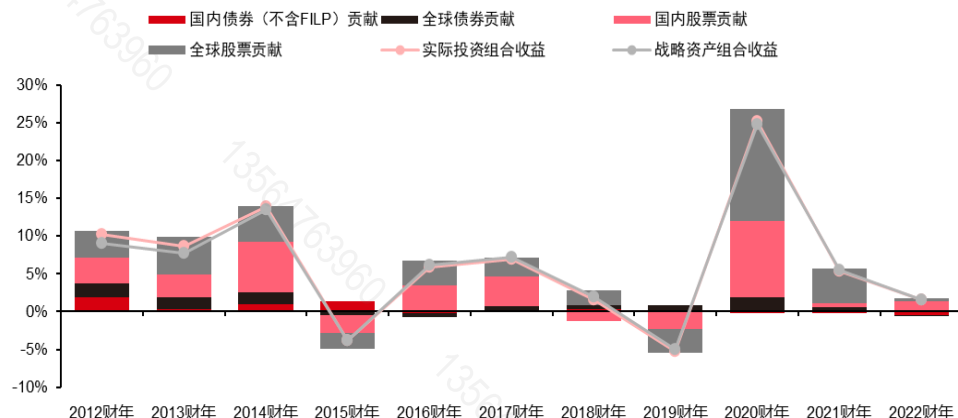
动行情的影响也较为显著。2012-2022 财年，相比市场宽基指数组成的战略组合，GPIF 实际投资的年化超额仅 0.13%。在金融危机、经济滞胀、疫情爆发等股债市场波动的行情中，由于缺少另类资产的对冲效应，GPIF 的短期业绩也受到一定影响。

图 27：GPIF 实际投资组合各类资产的投资收益率



资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部。注：数据截至 2023 年 3 月 31 日；另类投资项目已按照风险收益特征划归到 4 类传统资产中。

图 28：GPIF 实际投资组合收益、战略资产组合收益、各类资产的收益贡献



资料来源：GPIF 年报，中信证券研究部。注：1）数据截至 2023 年 3 月 31 日。2）图中各类资产收益贡献的总和与实际投资组合收益不完全一致，差值主要源于 FILP 债券投资、其他投资管理费用等。3）另类投资项目已按照风险收益特征划归到 4 类传统资产中。

单独统计 GPIF 的另类投资，由于多数集中在海外，受益于全球另类市场的优良表现、以及日元的长期贬值趋势，获得了相对传统市场的超额。截至 2022 财年，GPIF 的另类投资组合自项目成立来的综合内部收益率（IRR）为 9.97%，显著超越同期股债组合的收益；其中，私募股权投资 IRR 为 16.46%，房地产投资 IRR 为 11.12%，基础设施投资 IRR 为 8.44%。境外另类投资以美元计算的 IRR 并不突出，但受益于日元的持续贬值，换算为日元后的 IRR 显著高于日本本土投资。

表 14: GPIF 另类投资规模和内部收益率 (IRR)

收益指标	全部另类资产	基础设施	房地产	私募股权
投资规模 (万亿日元)	2.83	1.45	0.92	0.47
截至 2022 财年的 IRR (按日元计)	9.97%	8.44%	11.12%	16.46%
其中: 日本投资 IRR (按日元计)	6.83%	4.99%	7.29%	-4.80%
其中: 境外投资 IRR (按美元计)	4.81%	3.88%	6.11%	7.41%
其中: 境外投资 IRR (按日元计)	10.42%	8.59%	13.01%	16.50%

资料来源: GPIF 年报, 中信证券研究部; 注: 数据截至 2023 年 3 月。

根据更详细的业绩归因, GPIF 近几年的相对超额更多源自委外机构的主动管理, 大类资产配置、委外基准选择的贡献相对有限。GPIF 应用类似 Brinson 归因的方法, 将年投资收益拆解为战略组合收益、资产配置因子、标的筛选因子和其他因子。由于 GPIF 的投资项目多数采用委外形式, 为了体现委外基准选择的影响; 2020 财年开始, GPIF 将标的筛选因子拆解为基准因子 (Benchmark Factor, 所选委外基准与战略组合中的大类资产基准不同, 带来的收益贡献) 和管理人相对委外基准的主动超额。

2012-2022 财年的 GPIF 业绩归因显示, 战略组合收益能够解释绝大部分的组合业绩。主动超额方面, 初期资产配置因子的超额贡献高、贡献波动大, 这主要是受当期战略组合、实际投资大幅调整的影响; 近年来, 资产配置因子、基准因子的超额贡献相对偏低, 而外部管理人的主动超额则有所提升, 新的委外合作、激励机制取得了一定成效。我们统计 2022 财年部分管理人的投资数据, 不同管理人的主动超额间存在较显著差异。

表 15: GPIF 投资组合的业绩归因与基准因子收益

时间	实际投资 组合收益	战略资产 组合收益	超额收益	资产配置 因子	基准因子	管理人 主动超额	其他因子
2012 财年	10.23%	9.00%	1.24%	1.40%	0.03%		-0.19%
2013 财年	8.64%	7.74%	0.90%	0.92%	-0.06%		0.04%
2014/4-2014/10	3.97%	3.50%	0.46%	0.47%	-0.03%		0.02%
2014/11-2015/3	8.19%	9.98%	-1.78%	-1.99%	0.01%		0.19%
2015 财年	-3.81%	-3.81%	0.00%	0.21%	-0.15%		-0.06%
2016 财年	5.86%	6.22%	-0.37%	-0.66%	0.33%		-0.04%
2017 财年	6.90%	7.26%	-0.37%	-0.36%	0.00%		-0.01%
2018 财年	1.52%	1.92%	-0.40%	-0.38%	0.02%		-0.04%
2019 财年	-5.20%	-4.94%	-0.26%	-0.20%	-0.05%		0.00%
2020 财年	25.15%	24.83%	0.32%	0.15%	-0.17%	0.37%	0.03%
2021 财年	5.42%	5.47%	-0.05%	-0.05%	0.06%	-0.07%	0.00%
2022 财年	1.50%	1.57%	-0.07%	-0.06%	-0.11%	0.11%	0.00%
其中: 国内债券	-1.74%	-1.65%	-0.09%	-0.02%	-0.05%	0.02%	0.00%
其中: 全球债券	-0.12%	-0.56%	0.44%	-0.02%	0.03%	0.07%	0.00%
其中: 国内股票	5.54%	5.81%	-0.27%	-0.01%	-0.07%	0.01%	0.00%
其中: 全球股票	1.84%	1.88%	-0.04%	-0.01%	-0.02%	0.00%	0.00%

资料来源: GPIF 年报, 中信证券研究部; 注: 数据截至 2023 年 3 月。

表 16: GPIF 部分股票委外投资情况 (2022 财年)

委外机构 (含子基金编号)	管理规模 (亿日元)	基准指数	单年度收益	基准收益
Invesco Asset Management (Japan) Limited I	3042	TOPIX	5.56%	5.81%
Capital International K.K.	4471	TOPIX	7.71%	5.81%
Russell Investment Japan Co., Ltd. I	2398	TOPIX	3.71%	5.81%
FIL Investments (Japan) Limited III	5265	RN-TG	5.53%	1.48%
Sumitomo Mitsui DS Asset Management, Limited II	3969	RN-V	11.39%	9.02%
Asset Management One Co., Ltd. XI	1296	MSCI-E	-1.15%	-5.09%
Amundi Japan Ltd II	1967	SP-500	-3.80%	-2.41%
JPMorgan Asset Management (Japan) Limited II	1107	FR-3000G	-0.64%	-0.61%
T.Rowe Price Japan, Inc. II	2816	SP-500	-1.72%	-2.41%
Tokio Marine Asset Management Co., Ltd. IV	2075	FR-T200	-2.22%	-2.47%
Nissay Asset Management Corporation II	1415	FR-1000V	-3.46%	-4.68%
BlackRock Japan Co., Ltd. X XIV	1525	FR-1000	-2.17%	-2.49%

资料来源: GPIF 年报, 中信证券研究部; 注: 数据截至 2023 年 3 月; 所列示子基金规模均超过 1000 亿日元, 且均采用委外、主动股票投资的形式。

■ 总结与经验

通过十余年间的组织架构改革、资产配置改革、风控体系建设, GPIF 形成了全球化、被动化的长期配置体系, 在近几年获得了相对之前更优的业绩表现, 满足了当前的“长期实际收益”目标, 多数时间维持着全球第一大养老储备基金的领先地位:

组织架构方面, GPIF 在内部建立董事会和审计委员会, 使其在投资策略制定、投资结果评估中的话语权更加充分, 相对政府的独立性增强。持续巩固风险管理、会计审计体系建设, 保持社会公信力的相对稳定。

投资运营方面, GPIF 以“长期收益达标, 风险最小化”为投资目标; 2006 财年以来, 逐步建立起从中期目标到战略配置、再到实际投资的组合配置流程。面临养老负担加重、日本国内资产收益下行, GPIF 逐步退出 FILP 投资, 提升股票资产、海外资产的组合占比, 初步探索私募股权、基础设施等另类市场, 并在近年实现了收益的长期提升。为了提高多元化配置效率, GPIF 超过 90% 的投资项目采用委外形式; 通过三层筛选建立长期、优质的合作关系, 通过薪酬改革优化委外投资的激励机制。

风险管理方面, GPIF 以确保长期稳健收益的实现为目标, 以战略组合和实际投资的对比为重心; 结合配置偏离度、预估跟踪误差和在险价值等指标, 定期执行组合再平衡。作为投资全球、造福后代的养老金机构, GPIF 将 ESG 因素纳入投资决策的各个环节, 通过主题投资、所有权行使和绩效评估等践行 ESG 理念。

不过, 横向比对其他发达国家的主权基金、养老储备基金, GPIF 的投资运营仍相对保守, 年化收益也相对较低。这一方面与 GPIF 本身的资金需求、过往经验等有关; 另一方面, 也意味着 GPIF 在主动管理、另类投资、内部投资与委外合作的协调等方面依然存在可以提升的地方。

表 17：日本 GPIF 与其他国家主权基金、养老储备基金的对比

机构	成立时间	最新披露时间	最新规模	成立以来年化收益率	股票资产占比	私募股权占比	其他另类资产占比
日本 GPIF	2001 年	2023/3/31	200 万亿日元 (约 15100 亿美元)	3.6%	48.8%	0.2%	1.2%
挪威 GPFG	1990 年	2023/6/30	124290 亿克朗 (约 15299 亿美元)	6.0%	69.8%	0.0%	2.8%
加拿大 CPPIB	1997 年	2023/3/31	5700 亿加元 (约 4218 亿美元)	7.8%	24.0%	33.0%	18.0%
澳大利亚 Future Fund	2006 年	2023/6/30	2061 亿澳元 (约 1381 亿美元)	7.7%	30.4%	16.5%	33.3%
新西兰 NZSuperfund	2001 年	2023/6/30	654 亿新西兰元 (约 400 亿美元)	9.8%	47.0%	4.0%	23.0%
法国 FRR	1999 年	2022/12/31	213 亿欧元 (约 228 亿美元)	3.3%	40.2%	13.5%	
全国社保基金	2000 年	2022/12/31	2.88 万亿元 (约 4030 亿美元)	7.7%	--	--	

资料来源：各机构年报，中信证券研究部。注：1) 最新规模以披露时点汇率转换为美元。2) 其他另类资产包括房地产、基础设施、大宗商品、对冲基金策略等。3) 统计时间截至 2023 年 9 月 30 日。

综上所述，如何成为长期收益稳健、风险可控，同时能够适应政策制度变化、经济市场发展的机构投资者？从 GPIF 的投资运营实践中，我们能够得出以下经验：

(1) 制度设计保持一定的相对独立性，有利于机构的市场化投资。市场化投资涉及市场方向的把握与市场机会的挖掘，对专业能力的要求较高。过度依赖政府、监管等外部力量进行投资管理，会导致对市场变动的反应迟缓，降低长期配置的效率。GPIF 的实践证明，持续的政府监管、社会监督固然必要，但也要有一定的相对独立性，在内部建立起成熟的投资决策、业务控制、风险管理、会计审计等体系。

(2) 资产配置与机构禀赋、收益目标相适应，重点在于满足负债端需求。资产配置需要与经济市场变化、机构资金需求相适应，长期调整战略目标，短期把握战术机会；即使作为长期投资者，一味地追逐高风险、高收益也并非积极的策略，重点在于自上而下的体系构建，多元化、全球化视角的形成。GPIF 从 2006 财年开始运用战略资产组合，作为联接政府制定目标和机构配置行为的纽带；在日本本土债券收益中枢下行背景下，积极调整战略组合以适配持续变化的中期目标，通过多元投资分散风险。

(3) 持续研究、阶梯布局，逐步向另类市场、海外市场寻求收益来源的丰富。受底层资产、收益逻辑等影响，另类投资、海外投资的风险收益与国内股债差异显著；在合理化配置框架的基础上，多元化配置上述资产能够丰富组合收益来源，降低面向单一策略的集中度。鉴于另类、海外投资的风险特征，短期大体量配置反而不利于投研能力形成和组合风险管理，持续研究、阶梯布局是更好的选择。GPIF 成立后逐步退出 FILP 财政计划，将资金投向美国、法国、澳大利亚、中国等海外市场，并探索建立面向房地产、私募股权和基础设施的敞口，取得了较显著的成效。

(4) **风险管理围绕资产配置，覆盖不同部门、不同资产，与负债期限相匹配。**与负债期限相匹配，长期机构投资者相比短期市场波动，应更关注长期收益的达标、稳健，及时识别影响长期收益的市场风险、信用风险、ESG 风险等。对于类似 GPIF 运用自上而下、战略战术配置的投资者，风险控制应围绕战略组合定量化，强调配置约束与主动管理的有机结合。顺应当前的投资环境，我们建议在投资决策中拓展对 ESG 因素的考量，综合运用主题投资、绩效评估、所有权行使等多种工具。

(5) **适时利用委外形式拓展配置，费用控制是委外投资的重要环节。**对于内部投资经验少、短期投资需求高的投资项目，可以通过委外投资实现高效率、低成本的布局。建立合作关系时，要考虑委外收益和投管费用、沟通成本间的权衡；同时注意与全组合配置方向的一致性，并非所有的高收益机会都值得投资。在委外费用的确定中，更多的机构投资者开始将委外薪酬与超额收益挂钩，构建利益一致的委外关系；适度拉长考核期限，与实现长期稳健收益、控制长期风险的投资理念相协调。

■ 风险因素

国内机构经营环境、投资需求存在差异；

经济政策、市场环境发生变化；

数据频率较低，刻画机构特征不完全；

机构市场化运作时间有限，投资效果有待观察。

■ 相关研究

- 资产配置专题系列之二十四—行业主题 ETF 配置策略：顺势而为，激流而退 (2023-12-08)
- 资产配置专题系列之二十二—平衡型 FOF 绩效分析：基金优选为先，战术配置贡献有限 (2023-10-18)
- 资产配置专题系列之二十一—基于趋势配置模型的全球多资产基金组合策略 (2023-09-15)
- 资产配置专题系列之二十一—权益型 FOF 的能力圈：选基、配置与交易 (2023-08-10)
- 资产配置专题系列—私募策略特征比较与配置价值展望 (PPT) (2023-07-14)
- 资产配置专题系列—财富管理驱动的资产配置方案 (PPT) (2023-05-29)
- 资产配置专题系列之十九—因时制宜：宏观状态分类下的权益风险预警初探 (2023-03-23)
- 资产配置专题系列之十八—基于组合保险策略的绝对收益 FOF 构建 (2023-03-03)
- 资产配置专题系列之十七—海外养老金视角下的 ESG 投资：配置框架、投资执行与绩效评估 (2022-12-22)
- 资产配置专题系列之十六—养老理财收益平滑机制的参数设计与绩效分析 (2022-03-25)
- 资产配置专题系列之十五—定制化财富配置方案设计：以养老场景为例 (2021-07-20)
- 资产配置专题系列之三—从挪威模式看大型机构投资者的配置经验 (2019-06-05)
- 资产配置专题系列之一—长期机构投资者的配置之路：CPPIB 为例 (2019-04-12)
- 大类资产趋势配置组合定期跟踪（2023 年 11 月）—商品持续分化，坚持多元配置 (2023-11-07)
- 大类资产趋势配置组合定期跟踪（2023 年 10 月）—全球股债出现回落，商品指数持续走强 (2023-10-13)
- 大类资产趋势配置组合定期跟踪（2023 年 9 月）—高波资产走势分化，商品指数持续走强 (2023-09-01)
- 2024 年组合配置策略—多资产配置：体系之道，行则将至 (2023-11-17)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd. 地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露的）某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。