

推荐 (维持)

海外保险行业专题报告:

挪威主权财富基金大规模赎回点评

2020年05月27日

相关报告

《海外养老保险资产配置系列
专题报告之二:挪威养老体系及
养老资金投资研究》20190802
海外行业深度研究报告

海外金融研究

分析师:

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC:BMM189

SAC: S0190519060002

事件:

- 2020年5月13日,挪威财政部报告称将从挪威全球养老金中提取4196亿挪威克朗(约合410亿美元)来抵御新冠肺炎和低油价带来的经济低迷。本次赎回规模创下了该基金自1990年成立以来的赎回规模纪录,赎回规模占该基金2020年1月1日总价值的4.2%,突破财政框架中规定“可允许提款超过3%”的限制。

点评:

- **GPF历史沿革及现状:** 1)、GPF是全球最大的主权财富基金,是挪威政府的养老储备金,资产投资于除挪威以外的全球地区。截至2019年底,GPFG市值约10.1万亿克朗(以2019年12月31日汇率计,约合1.1万亿美元),占政府养老基金比例为97.5%。2)、2019年基金收益率达到19.95%,为2009年后最高水平;以美元计,GPFG过去10年均复合回报率为6.02%。
- **GPF资产配置特征:** 1)、2019年底,基金股票、固定收益及房地产占比分别为70.8%、26.5%与2.7%。2)、权益投资北美占比高,行业注重消费、金融及TMT。2019年,北美、欧洲及亚洲权益投资占比分别为42%、34%及20%。3)、债券投资以发达国家为主,发展中国家政府债占比较高。该基金在新兴市场90%以上固定收益类投资于政府及相关债券,而在欧洲和北美市场有30%-40%的债券集中于公司债及证券化债。
- **2019年GPFG重仓股特征:** 1)、2019年,基金所持有的前50的重仓股的市值占股票持仓比例的24.1%;其中,美国占比为52.7%。前三行业持有比例科技(32.0%),医疗保健(18.4%)和金融(14.6%)合计超过60.0%。2)、新兴市场加大中国地区配置,2019年中国地区持仓占基金总持仓比例的4.3%,前20大重仓股持有市值占中国市场总持仓比为53.0%。阿里巴巴、腾讯控股、建设银行是该基金持仓量最大的三只股票,配置企业多为金融机构(银行、保险)、科技、石油石化及消费。3)、持股特征:核心资产+持仓时间久:前50大海外重仓股自基金成立以来持有的股票达25支。
- **赎回影响测算:** 我们基于GPFG养老金目前各类资产持仓比例来测算其在各个市场中的赎回规模,从而测算该次赎回的影响。我们发现,基金将分别赎回其2019年12月31日总资产的1.2%(债券)及3.1%(权益)。在权益市场方面,基金赎回规模分别占美国及中国权益市场总规模的0.03%及0.02%,整体影响有限。

风险提示: 1)、宏观经济环境变动导致的资本市场波动; 2)、保费收入增长不达预期; 3)、政策落地效果不及预期; 4)、保险公司的经营风险



目 录

1、挪威养老体系构成及发展历程	- 3 -
1.1、挪威养老体系构成	- 3 -
1.2、挪威政府养老基金 GPFG 的历史沿革及现状	- 4 -
2、GPFG 的资产配置特征	- 6 -
3、GPFG 重仓股特征	- 9 -
3.1、2019 年 GPFG 前 50 大重仓股持股特征	- 9 -
3.2、2019 年 GPFG 中国地区前 20 只重仓股持股特征	- 11 -
4、赎回影响估算	- 12 -
5、风险提示	- 13 -
图 1、挪威养老保险体系	- 3 -
图 2、挪威政府养老基金构成	- 4 -
图 3、挪威政府养老基金（全球）历史沿革	- 5 -
图 4、GPFG 市场规模及同比增速	- 6 -
图 5、GPFG 市场规模增长来源	- 6 -
图 6、GPFG 资产配置（2018 年 12 月 31 日）	- 7 -
图 7、GPFG 资产配置（2019 年 12 月 31 日）	- 7 -
图 8、2019 年 GPFG 持有固定收益区域配置	- 7 -
图 9、2019 年主要市场持有固定收益分类配置	- 7 -
图 10、2019 年 GPFG 持有股票区域配置	- 8 -
图 11、2019 年 GPFG 持有股票行业配置	- 8 -
图 12、2019 年主要市场持有股票分行业配置	- 8 -
图 13、GPFG 基金历史行业配置	- 8 -
图 14、2019 年 GPFG 重仓股按国家或地区	- 9 -
图 15、2019 年 GPFG 持有重仓股按板块	- 9 -
图 16、GPFG 重仓股持股占公司股本比例（%）	- 10 -
图 17、GPFG 2004- 2019 年对中国股票的持有规模	- 11 -
图 18、2004-2019 中国 A 股指数走势	- 11 -
表 1、1998-2019 年 GPFG 战略基准配置	- 6 -
表 2、GPFG 养老基金前 50 股票持仓	- 9 -
表 3、GPFG 养老金中国地区前 20 股票持仓	- 11 -
表 4、GPFG 养老金 4196 亿挪威克朗赎回规模测算(按地区)	- 12 -
表 5、GPFG 养老金 4196 亿挪威克朗赎回规模测算(按行业及债券种类)	- 12 -

报告正文

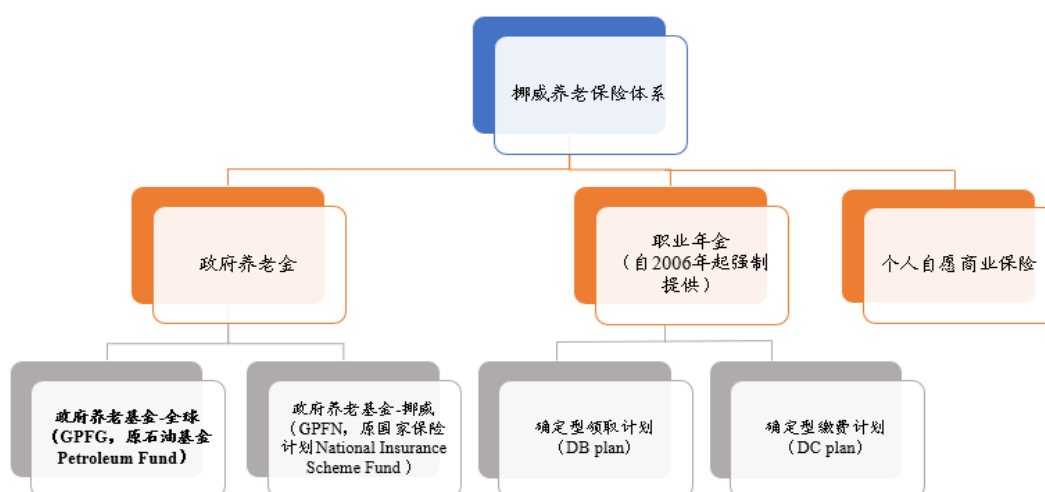
2020年5月13日，挪威财政部报告称将从挪威全球养老金中提取4196亿挪威克朗（约合410亿美元）来抵御新冠肺炎和低油价带来的经济低迷。本次赎回规模创下了该基金自1990年成立以来的赎回规模纪录，赎回规模占该基金2020年1月1日总价值的4.2%，突破财政框架中规定“可允许提款超过3%”的限制。

1、挪威养老体系构成及发展历程

1.1、挪威养老体系构成

挪威养老保险由全民保险计划、职业养老保险计划和商业养老保险计划构成。全民的基础性社会保障制度，采用现收现付制（Pay-as-you-go），以挪威政府养老基金（Government Pension Fund）为核心，涵盖所有就业和自营职业者。政府养老基金分为政府养老金-全球（GPFG，Government Pension Fund-Global）与政府养老金-挪威（GPFN，Government Pension Fund-Norway）。

图 1、挪威养老保险体系



资料来源：Pension Funds Online, 兴业证券经济与金融研究院整理

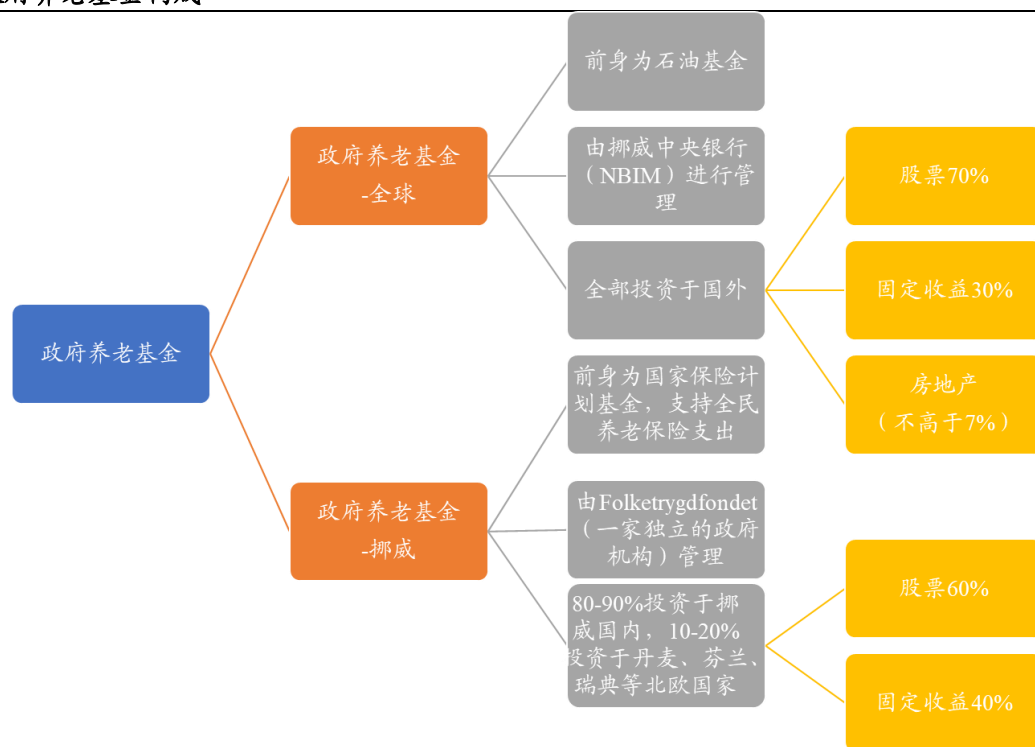
就资金运用而言，政府养老金-全球（GPFG）是全球最大的主权财富基金，不直接运用于社会养老支出，相当于养老储备金；政府养老金-挪威（GPFN）前身为国家养老保险计划基金，是支持养老的部分。

就投资区域而言，GPFG 资产投资于除挪威以外的全球地区，GPFN 80%-90% 投资于挪威本土资产，10%-20% 则分配至瑞典、丹麦、芬兰等北欧国家。

就规模而言，截至2019年底，GPFG 市值约100,880亿克朗，占政府养老基金比例为97.5%，后者市值约为2,600亿克朗，仅占比2.5%。（数据来源：

Folketrygdfondet)

图 2、挪威政府养老基金构成



资料来源：Folketrygdfondet, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、挪威政府养老基金 GPFG 的历史沿革及现状

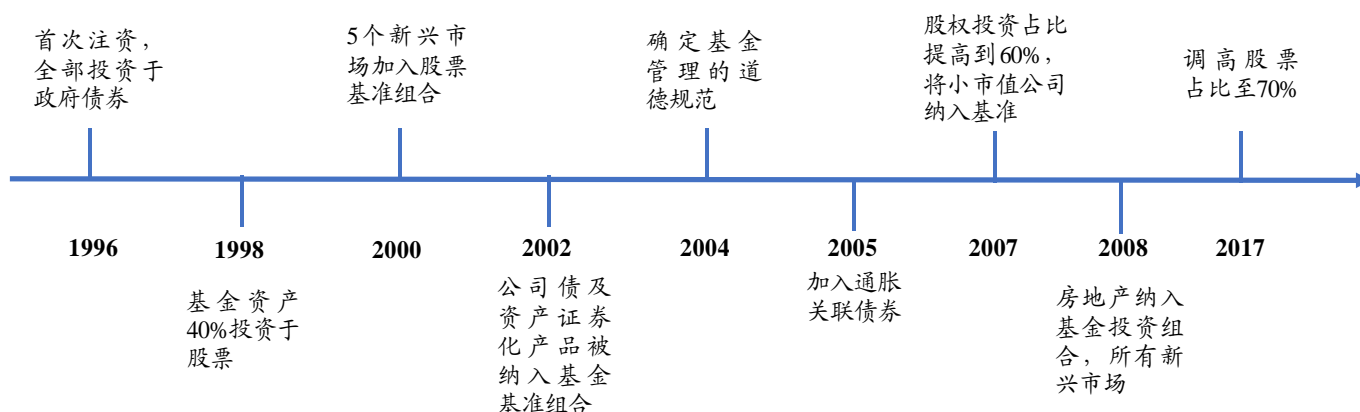
挪威政府养老基金 GPFG 是挪威为应对未来养老金缺口而建立的养老金储备，严格意义上属于主权财富基金。其前身为著名的挪威国家石油基金（Government Petroleum Fund，下称“石油基金”）。

1969 年挪威境内的北海区域发现了巨大的石油储备，并于 1971 年正式投产，油气的开采为政府提供了巨额的财富。挪威于 1990 年设立石油基金，主要原因是：一、保护非石油经济免受油气资源的价格和产量波动的影响；二、将有限的油气资源带来的收入转化为长期储蓄，以应对社会老龄化带来的未来养老金债务。

- 1996 年，该基金获得政府首次石油收入注资，且规定全部收入投资于发达国家政府债券。基金**资金流入**主要来源于政府注资（具体为政府油气收入以及与石油天然气相关领域的金融交易净收入）与投资收益，货币汇兑对以美元计价的规模增长也有着重要影响。
- 议会在“政府养老基金法”中规定财政部负责管理基金，GPFG 的运营管理由 **Norges Bank** 执行；后者于 1998 年设立挪威银行投资管理公司 NBIM 来管理石油基金且规定全部基金以外币投资于国外。该基金预计长期回报率为 4%，其投资目标是在适度风险的情况下最大化基金资本的购买力。

- 2006 年，石油基金改组为政府养老基金-全球，以支持政府储蓄，满足未来公共养老金支出的快速增长；但该基金仍未指定直接用于养老开支。
- 资金流出主要是弥补非石油预算赤字。2001 年起，挪威议会的财政政策指导中规定，从基金到财政预算的年度转移（即基金的支出）应与其预计长期回报相对应。这意味着政府试图将不含石油收入的政府预算赤字控制在 GPFG 资产的 4% 以内。

图 3、挪威政府养老基金（全球）历史沿革



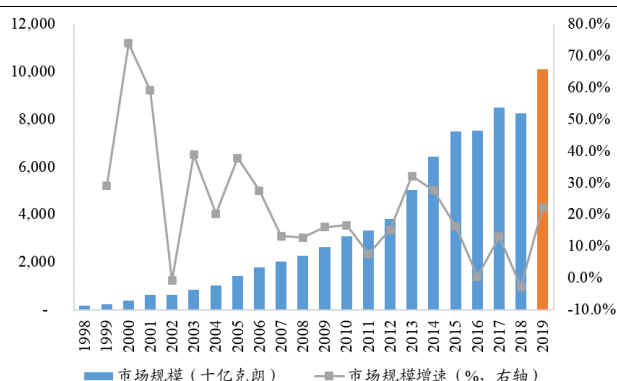
资料来源：NBIM 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

GPFG 基金规模庞大，多年蝉联全球主权基金排行榜第一名。2017 年 GPFG 的管理规模首次达到 10000 亿美元。2019 年年报显示，其管理规模达 100,880 亿挪威克朗（以 2019 年 12 月 31 日汇率计，约合 11486.7 亿美金）。在过去 20 年中，基金总资产仅在 2002 年和 2018 年出现微弱负增长。

资产规模的增长得益于投资收益，以及政府注资，另外，汇率变化也对以挪威克朗计价的基金规模波动有一定影响。自 2016 年开始，政府资本从注资转为撤资，基金投资收益对于资产规模增长的影响明显放大。过去 20 年间挪威 GPFG 名义年化回报以挪威克朗计价为 5.5%，以美元计价为 4.8%¹，过去 10 年均复合回报率为 6.02%（美元计价）。

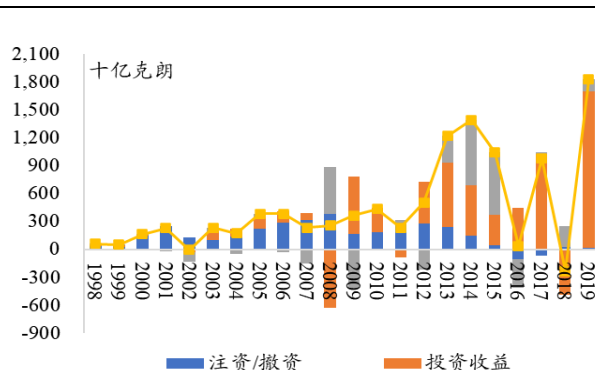
¹ 收益率参见官网：<https://www.nbim.no/en/the-fund/returns/>

图 4、GPF 市场规模及同比增速



资料来源：NBIM 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、GPF 市场规模增长来源



资料来源：NBIM 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2、GPF 的资产配置特征

GPF 股票和债券的投资主要都集中于北美(主要是美国)、欧洲和亚洲，其中欧洲美国合计投资占比超过 70%。截至 2019 年底，固定收益以美洲为主，其中北美为固定收益投资占比达 43%；欧洲和亚洲分别占比重 33%与 16%。

从当前挪威全球养老金投资资产来看，股票和固定收益证券一直以来是最主要的投资资产。自 2017 年战略调整后（股票 70%，固定收益 30%），股票投资占比一直在上升，固定收益比例在不断下降。

表 1、1998-2019 年 GPF 战略基准配置

年份	战略基准配置 ²			实际基准配置		
	股票	债券	房地产	股票	债券	房地产
1998	40.00	60.00	0.00	40.00	60.00	0.00
2009	60.00	40.00	0.00	62.40	37.60	0.00
2010	60.00	40.00	0.00	61.50	38.50	0.00
2011	60.00	39.70	0.30	58.70	40.90	0.30
2012	60.00	39.30	0.70	60.50	38.80	0.70
2013	60.00	39.00	1.00	60.90	38.00	1.00
2014	60.00	37.80	2.20	61.20	36.70	2.20
2015	60.00	36.90	3.10	61.60	35.30	3.10
2016	60.00	37.50	2.50	62.60	34.90	2.50
2017*	62.50	37.50	0.00	67.05	32.95	0.00
2018*	70.00	30.00	0.00	67.28	32.72	0.00
2019*	70.00	30.00	0.00	71.10	28.90	0.00

数据来源：GPF 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

*2017 年开始房地产不再计入 GPF 的基准组合，2017 年和 2018 年权益、债券、房地产实际投资比例分别为：2018 年 66.3%，30.7%及 3%；2017 年 66.6%、30.8%和 2.6%。不动产投资资金来源于权益、固收资产的出售，因此 两者的实际投资比例与基准存在差异。

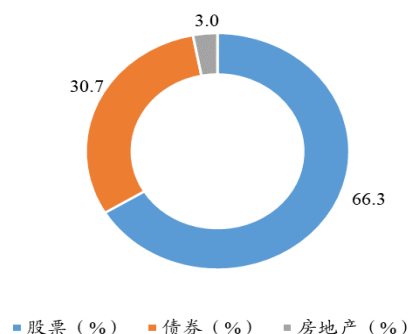
²信息来源：

<https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/strategic-benchmark-index-for-the-govern/id696850/>

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

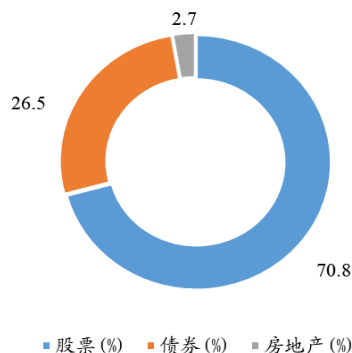
截至 2018 年底，股票、固定收益及房地产占比分别为 66.3%、30.7%与 3.0%；2019 年底股票、固定收益及房地产占比分别为 70.8%、26.5%与 2.7%。在整个配置中，房地产占比较少，虽然 NBIM 主张多元化投资，但目前在资产类别上，挪威全球养老基金还是较为谨慎，以传统资产为主。

图 6、GPF 资产配置（2018 年 12 月 31 日）



资料来源：CPFG 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

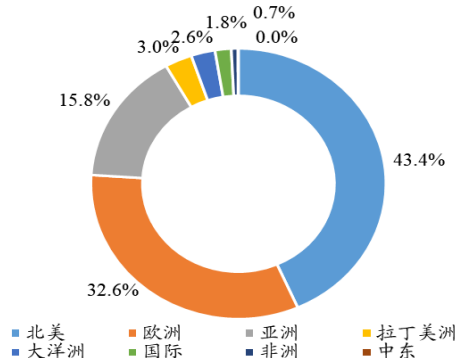
图 7、GPF 资产配置（2019 年 12 月 31 日）



资料来源：GPF 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

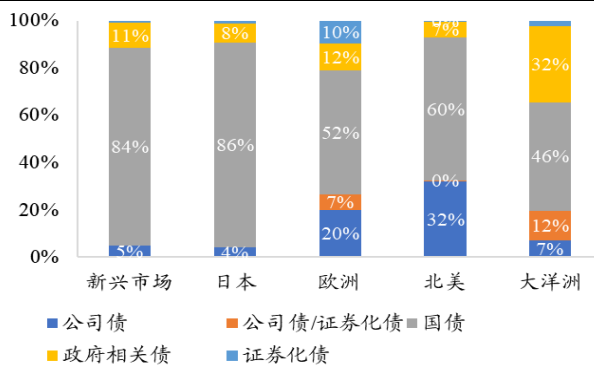
就券种而言，截至 2019 年，政府债券及政府相关债券配置占比已达到 69.1%，固定收益投资较为保守；此外，新兴市场 and 发达市场在券种配置上差别较大。该基金在新兴市场约 95%以上政府及相关债券，而在欧洲和北美市场有 30%左右的债券集中于公司债及证券化债。这主要是因为：1、新兴市场政府债券风险溢价因市场流动性、稳定性欠缺，较欧美市场利差大；且自 2015 年以来美联储连续加息驱使无风险利率不断上升，10 年美债收益率随之升高，利差优势缩减迫使新兴市场政府债券收益率上升；2、基于发达国家与新兴市场利率差异，新兴市场企业因强劲的融资需求增加其外币借贷，资产端（本币计价）与负债端（企业所发行的硬货币计价债券）的货币错配隐藏着潜在的债务危机；3、欧美市场企业债收益率高于国债，尤其是低利率甚至负利率的欧洲市场，在承担一定的风险的情况下长期回报更高。

图 8、2019 年 GPF 持有固定收益区域配置



资料来源：CPFG 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2019 年主要市场持有固定收益分类配置



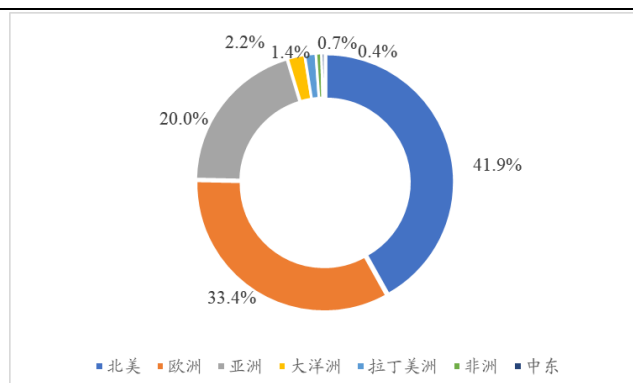
资料来源：GPF 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

就权益投资分配而言，截至 2018 年，GPF 的权益类资产 42%投在北美，34%投

在欧洲，20%投在亚洲。

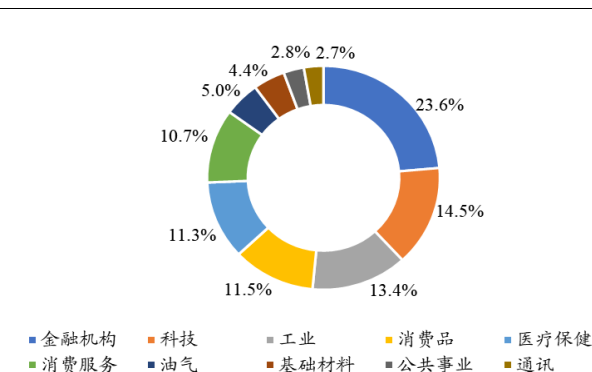
- 在欧美市场，该基金权益投资行业配置相对均衡。在北美，金融行业占比 23%，其他配置较高的行业分别是科技、消费服务、医疗、工业，占比分别为 22%、13%、12%、12%；欧洲金融占比 24%，消费品、医疗、工业占比分别为 16%、14%、14%。主要原因是因为欧美市场的经济结构有关，美国的科技、医疗以及欧洲的消费、医疗、工业等较为发达。
- 在非洲、拉丁美洲、中东等发展中国家市场则金融行业投资占比较高，在 30%-50%之间；在非洲市场有 47% 的权益资产集中于消费品行业。
- 在亚洲地区，金融行业占比 22%，中国、韩国、日本等互联网、电子科技的发展吸引该基金在亚洲地区投资，科技行业占该地区总投资比达到 16%；另外，工业及消费品占比分别达到 17%、15%。（图 60）

图 10、2019 年 GPF 持有股票区域配置



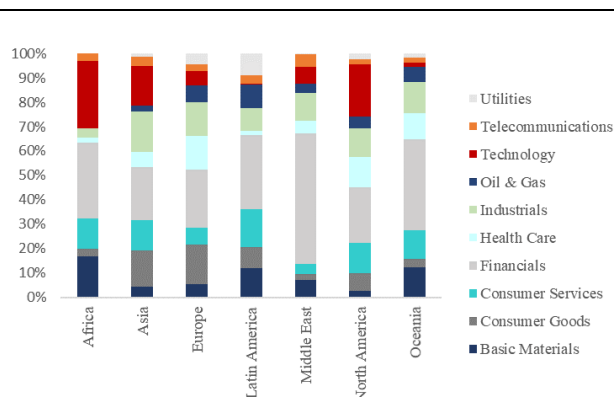
资料来源：CPFG 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2019 年 GPF 持有股票行业配置



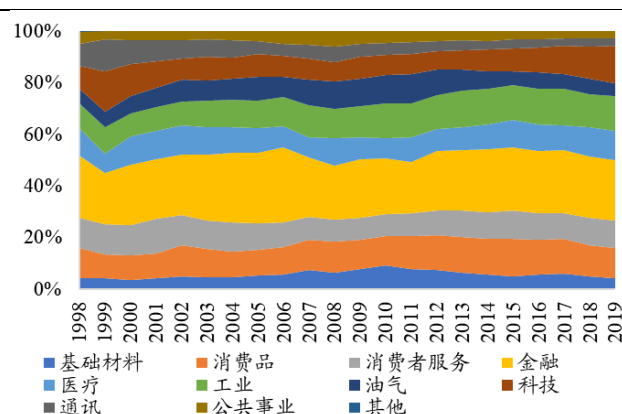
资料来源：GPF 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2019 年主要市场持有股票分行业配置



资料来源：CPFG 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、GPF 基金历史行业配置



资料来源：GPF 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

该基金的行业配置市值变化也受到经济事件的影响：比如，1998 年金融危机，金融股市值缩水；之后科技、通讯行业有加配趋势，这也导致该基金在 2000 年 IT 泡沫破灭时这些行业的股票收益遭到重创；2006 年金融行业表现较好，2007 年次贷危机初现端倪，该基金有减配金融股的趋势。近年来，为了避免挪威政府的财

富受油价持续下跌的影响，政府提议将能源领域的勘探和生产企业排除在政府全球养老基金（GPFG）之外，未来基金在油气、能源行业的投资将会缩减。

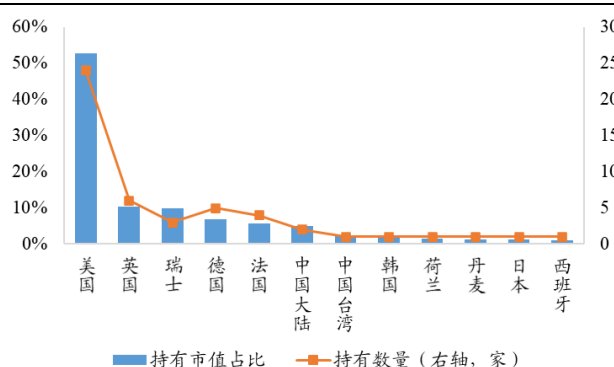
3、GPFG 重仓股特征

3.1、2019 年 GPFG 前 50 大重仓股持股特征

截至 2019 年 12 月 31 日，该基金所持有的前 50 的重仓股的市值为 1,958.1 亿美元，占整个股票持仓（8140.1 亿美元）比例的 24.1%。挪威政府养老金持有份额最大股票分别为苹果，微软，谷歌，雀巢，亚马逊和荷兰皇家壳牌；且前 50 重仓股特征为：

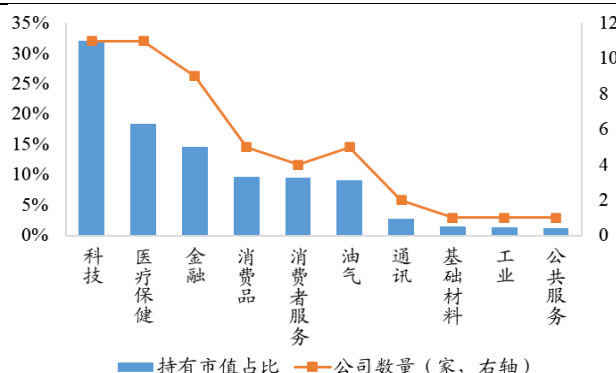
- **美股持仓近半：**海外重仓股配置比例最高的前五大地区（根据市值由高到低）为：美国（52.7%），英国（10.3%），瑞士（10.0%），德国（6.9%），法国（5.7%）
- **板块配置有倾斜，重科技、医疗及金融行业：**（根据市值由高到低）前三行业持有比例科技（32.0%），医疗保健（18.4%）和金融（14.6%）超过 60.0%。

图 14、2019 年 GPFG 重仓股按国家或地区



资料来源：CPFG 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、2019 年 GPFG 持有重仓股按板块



资料来源：GPFG 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、GPFG 养老基金前 50 股票持仓

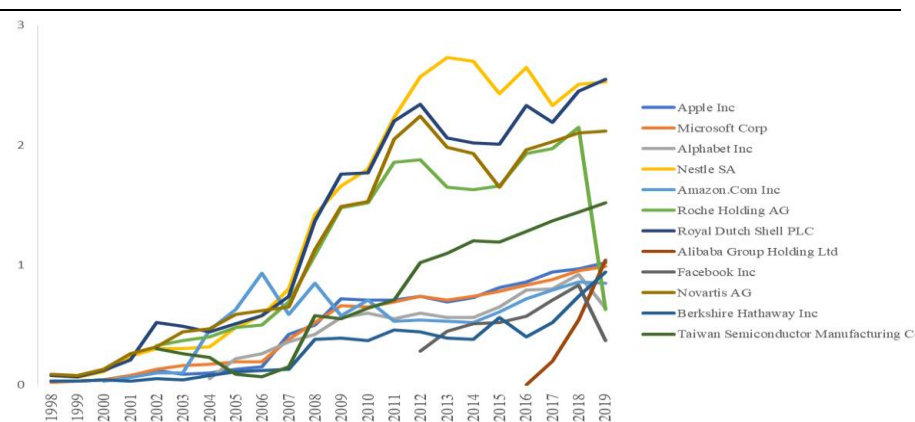
公司名称	行业	国家或地区	持有市值 (亿美元)	总市值 (亿美元)	2019 年 PE	持仓时间 (年)	持股占公司 股本比例 (%)
苹果公司	科技	美国	133.11	13049.91	23.61	22	1.02
微软公司	科技	美国	119.08	12028.34	29.28	22	0.99
谷歌	科技	美国	88.57	9226.24	28.32	17	0.96
雀巢	消费品	瑞士	81.58	3224.46	32.76	22	2.53
亚马逊	消费者服务	美国	78.10	9188.54	80.74	20	0.85
罗氏	医药保健	瑞士	62.93	2796.82	25.55	19	2.25
荷兰壳牌	油气	英国	59.40	2329.26	10.65	22	2.55
阿里巴巴集团	消费服务	中国大陆	59.17	5689.20	26.36	4	1.04
FACEBOOK	科技	美国	52.62	5847.00	32.49	8	0.9
诺华公司	医药保健	瑞士	50.76	2394.30	18.17	22	2.12
伯克希尔哈撒韦	金融	美国	45.20	6646.76	11.66	22	0.68
台积电	科技	中国台湾	43.52	2862.85	27.43	18	1.52

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

三星电子	科技	韩国	41.26	3198.52		18	1.29
强生	医疗保健	美国	40.06	3852.40	27.13	22	1.04
腾讯控股	科技	中国大陆	38.76	4613.86	37.65	15	0.84
摩根大通	金融	美国	37.59	4370.93	13.16	16	0.86
道达尔	油气	法国	33.53	1439.06	14.66	17	2.33
美国银行	金融	美国	33.43	3153.93	10.06	22	1.06
宝洁	消费品	美国	32.33	3108.95	77.31	22	1.04
汇丰控股	金融	英国	32.27	1589.58	12.31	22	2.03
Visa (支付)	金融	美国	31.92	3711.16	30.46	12	0.86
SAP	科技	德国	31.87	1659.73	44.32	22	1.92
英国石油	油气	英国	29.71	1269.81	24.88	18	2.34
埃克森美孚	油气	美国	29.55	2955.25	20.15	22	1
阿斯利康生物医药	医疗保健	英国	29.40	1324.26	61.45	21	2.22
德国安联集团	金融	德国	29.06	1023.11	8.33	14	2.84
英特尔	科技	美国	28.76	2614.77	13.46	22	1.1
林德公司	基础材料	美国	28.70	1143.31	24.07	22	2.51
葛兰素史克公司	医疗保健	英国	28.67	1175.14	20.85	20	2.44
路易威登集团	消费品	法国	28.36	2343.93	32.98	22	1.21
美国电话电报公司	通讯	美国	28.31	2859.27	17.44	14	0.99
阿斯麦公司	科技	荷兰	27.52	1262.26	45.99	19	2.18
联合健康集团	医疗保健	美国	27.10	2793.57	20.88	18	0.97
美国威瑞森通	通讯	美国	26.89	2536.82	15.08	20	1.06
万事达卡	金融	美国	26.62	3025.10	43.55	14	0.88
赛诺菲	医疗保健	法国	26.48	1260.80	13.31	22	2.1
诺和诺德制药	医疗保健	丹麦	25.61	1391.80	25.18	13	1.84
西门子	工业	德国	25.55	1110.87	17.27	22	2.3
Vonovia 房地产	金融	德国	25.49	292.33	10.60	5	8.72
雪佛龙	油气	美国	24.87	2281.72	17.94	22	1.09
迪士尼公司	消费者服务	美国	24.87	2617.66	21.22	14	0.95
家得宝公司	消费服务	美国	24.74	2379.29	21.51	22	1.04
默克制药	医疗保健	美国	24.24	2308.39	24.86	22	1.05
安盛集团	金融	法国	24.02	680.42	9.99	15	3.53
丰田汽车	消费品	日本	23.67	2320.12	11.27	22	1.02
德国拜耳公司	医疗保健	德国	23.04	802.85	39.41	22	2.87
帝亚吉欧	消费品	英国	22.83	992.60	24.68	22	2.3
辉瑞	医疗保健	美国	22.50	2163.38	13.07	22	1.04
伊维尔德罗拉公司	公共服务	西班牙	22.27	655.15	19.60	22	3.4

资料来源: NBIM 官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、GPF 重仓股持股占公司股本比例 (%)

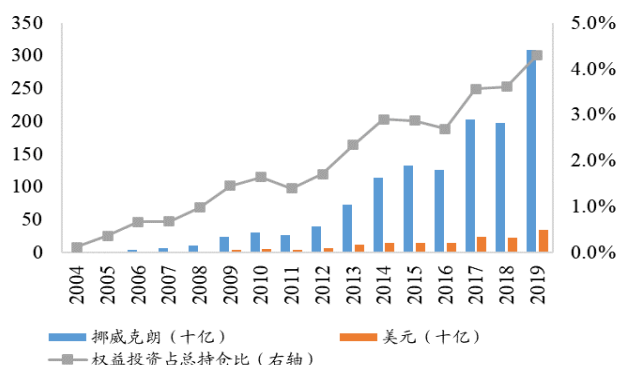


资料来源: CPGF 官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、2019 年 GPFG 中国地区前 20 只重仓股持股特征

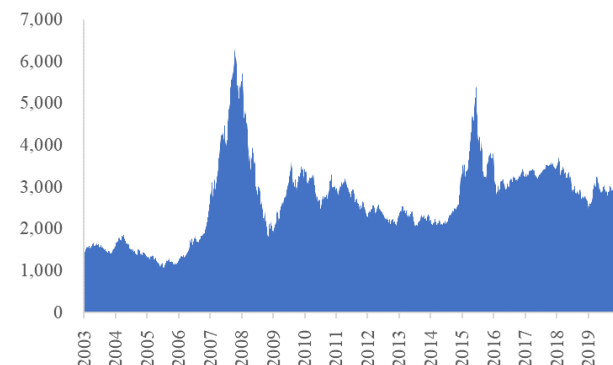
自 2005 年以来，基于中国经济发展及 GDP 亮眼的增长，GPFG 逐年加大对中国股票的持有。可以看到，即使 2011-2014 年及 2018 年股市指数呈现下跌趋势，中国股票占总持仓比仍处于上升势态，可见 GPFG 对中国股票持仓不断增持。挪威全球养老金公开市场投资的持股名单中共有 795 家中国企业，持仓市值约 351.3 亿美元，在 2019 年全部股票持仓中占比约 4.3% 其中前 20 大重仓股持有市值约 186.2 亿美元，占中国市场总持仓比为 53.0%。

图 17、GPFG 2004-2019 年对中国股票的持有规模



资料来源：CPFG 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、2004-2019 中国 A 股指数走势



资料来源：GPFG 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

针对中国地区的详细配置来看，2019 年挪威全球养老金的股票持仓按金额排名的 TOP20 中，阿里巴巴、腾讯控股、建设银行是该基金持仓量最大的三只股票，配置企业多为金融机构（银行、保险）、科技、石油石化及消费等。

表 3、GPFG 养老金中国地区前 20 股票持仓

公司	行业	持有市值 (截至 2019 年 12 月 31 日, 百万美元)	持股占公司股本比例 (%)
阿里巴巴	消费者服务	5916.76	1.04
腾讯控股	科技	3875.64	0.84
中国建设银行	金融机构	1231.79	0.57
中国平安	金融机构	1229.12	0.56
工商银行	金融机构	861.49	0.31
中国移动	通讯	634.09	0.37
美团点评	消费者服务	611.07	0.80
招商银行	金融机构	525.49	0.40
百度	科技	469.81	1.07
中国银行	金融	390.86	0.31
京东	消费服务	390.52	0.38
中国铁塔股份有限公司	油气	339.81	0.46
中国人寿	金融机构	302.84	0.38
网易	科技	292.20	0.74
新东方	消费服务	291.24	1.52
中国茅台	消费品	280.75	0.13
申洲国际	消费品	251.81	1.15

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

中国石化	油气	242.66	0.33
华润置地	金融机构	242.43	0.68
安踏体育	消费品	238.09	0.98

资料来源：NBIM 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4、赎回影响估算

我们基于 GPFG 养老金目前各类资产持仓比例来测算其在各个市场中的赎回规模，从而测算该次赎回的影响。我们发现，基金将分别赎回其 2019 年 12 月 31 日总资产的 1.2%（债券）及 3.1%（权益）。在权益市场方面，基金赎回规模分别占美国及中国权益市场总规模的 0.03% 及 0.02%，整体影响有限。

表 4、GPFG 养老金 4196 亿挪威克朗赎回规模测算(按地区)

资产类别	持仓比例	预计赎回金额（亿美元， 汇率以 2019 年 12 月 31 日计算）	赎回金额占基金 总资产比例	占对应市场总规 模比例
债券	27%	126.6	1.2%	N/A
北美	43%	55.0	0.5%	N/A
欧洲	33%	41.3	0.4%	N/A
亚洲	16%	20.0	0.2%	N/A
拉丁美洲	3%	3.8	0.0%	N/A
大洋洲	3%	3.3	0.0%	N/A
国际	2%	2.3	0.0%	N/A
非洲	1%	0.9	0.0%	N/A
中东	0%	0.0	0.0%	N/A
中国	0%	0.3	0.0%	N/A
美国	39%	49.9	0.5%	N/A
权益	71%	338.3	3.1%	0.08%
北美	42%	141.8	1.3%	0.03%
欧洲	33%	113.1	1.0%	0.03%
亚洲	20%	67.6	0.6%	0.02%
大洋洲	2%	7.3	0.1%	0.00%
拉丁美洲	1%	4.7	0.0%	0.00%
非洲	1%	2.4	0.0%	0.00%
中东	0%	1.4	0.0%	0.00%
中国	4%	14.6	0.1%	0.02%
美国	40%	134.4	1.2%	0.03%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院测算

*权益部分市场总规模采用全球股票总市值 单位:亿美元，中美两国为本国股票市场市值总额

表 5、GPFG 养老金 4196 亿挪威克朗赎回规模测算(按行业及债券种类)

资产类别	持仓比例	预计赎回金额（亿美元， 汇率以 2019 年 12 月 31 日计算）	赎回金额占基金 总资产比例	占对应市场总规 模比例（%）
债券	27%	126.64	1.2%	N/A
公司债	24%	29.89	0.3%	N/A

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

通货挂钩债券	7%	8.23	0.1%	N/A
政府债券	57%	72.44	0.7%	N/A
政府相关债券	12%	15.07	0.1%	N/A
证券化债券	6%	7.09	0.1%	N/A
权益	71%	338.34	3.1%	0.08%
基础材料	4%	5.62	0.1%	0.00%
消费品	12%	14.57	0.1%	0.00%
消费服务	11%	13.52	0.1%	0.00%
金融机构	24%	29.89	0.3%	0.01%
医疗保健	11%	14.32	0.1%	0.00%
工业	13%	16.94	0.2%	0.00%
油气	5%	6.33	0.1%	0.00%
科技	15%	18.41	0.2%	0.00%
通讯	3%	3.44	0.0%	0.00%
公共事业	3%	3.60	0.0%	0.00%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院测算

*权益部分市场总规模采用全球股票总市值 单位:亿美元

5、风险提示

1) 资本市场波动; 2) 保费收入不达预期; 3) 保险行业政策变动风险; 4) 公司经营风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

【信息披露】

兴业证券股份有限公司（“本公司”）在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

【有关财务权益及商务关系的披露】

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司（已具备证券投资咨询业务资格）制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构

投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。