



(2020 年第 19 期，总第 154 期)

中国证券投资基金业协会

2020 年 7 月 3 日

## 挪威政府全球养老基金的资产配置 与中国投资<sup>1</sup>

【编者按】以挪威为代表的北欧国家建立了较为完善的养老保障体系，以高福利闻名于世，政府主导的公共养老基金在当中发挥着举足轻重的作用。挪威政府养老基金（Government Pension Fund, GPF）是北欧乃至全球规模最大的政府养老基金之一，截至 2019 年底，GPF 规模达到 103,569 亿挪威克朗（约合 77,157.87 亿人民币）。挪威政府养老基金分为挪威基金（Government Pension Fund-Norway, GPFN）和全球基金（Government Pension Fund Global, GPFG）两个子基金，其中挪威基金 GPFN 仅面向挪威、瑞典、丹麦和芬兰等北欧国家进行投资，全球基金 GPFG 则主要进行挪威以外<sup>2</sup>的全球资产配置，是挪威政府养老基金的主要部分（2019 年末规模占比在 97% 以上）。

<sup>1</sup> 除特别说明外，本文中国数据不包括港澳台地区。

<sup>2</sup> 基金不得投资于挪威实体发行的证券、挪威克朗发行的证券以及位于挪威的房地产。此外，基金也不能投资于根据《GPFG 观察和排除指南》被排除在外的公司。

近年来，随着我国资本市场持续稳定发展以及对外开放的逐步深化，GPFG 正不断加大对中国资本市场的投资力度。截至 2019 年底，GPFG 持仓中国企业<sup>3</sup>股票市值 3,087.4 亿挪威克朗（约合 2,300 亿人民币），相较 2018 年底增长 50%以上，中国目前已成为 GPFG 投资规模最大的新兴市场国家。以 GPFG 为代表的海外专业养老金机构投资者逐步加码中国市场，一方面满足了自身配置需求，另一方面也为中国资本市场带来规模可观的长期资金与先进的资产配置理念，逐渐形成互为促进的良性发展。

在“老龄化”日益加剧和利率不断下行的宏观背景下，挪威政府全球养老基金 GPFG 在投资活动中不断发展创新，积累形成了颇具特色的资产配置方法和实践经验。本文将重点介绍 GPFG 的资产配置与中国投资，希望为我国养老金资产配置实践和资本市场引入长期机构投资者提供启发与借鉴。

---

<sup>3</sup> 本文的“中国企业”是指在中国内地成立，在 A 股上市或在 H 股、美股等境外市场上市的企业。

## 一、挪威政府全球养老基金概述

### (一) GPFG 的发展与治理结构

截至 2020 年一季度末，挪威政府全球养老基金（以下简称“GPFG”）的资产总规模达到 9.998 万亿挪威克朗（约合 9,588 亿美元）<sup>4</sup>，其中约一半市值来自多年积累下的投资回报。按照挪威 2019 年末的人口<sup>5</sup>估算，人均资产规模逾 180 万挪威克朗（约合 18 万美元）。

石油资产和收入的管理对于挪威经济具有决定性作用，也是挪威政府财政的重要来源之一，但自然资源天然的不稳定性和不可持续性为长期经济发展带来威胁。为应对这一问题，GPFG 的前身挪威政府石油基金（The Government Petroleum Fund）在 1990 年正式成立，用作财政储备，以便挪威能长期从石油财富中受益。随着挪威养老投资管理公司在 1998 年成立，石油基金也正式由其进行管理。

2006 年，挪威石油基金正式更名为挪威政府全球养老基金。虽然名字进行了变更，但基金性质未发生明显变化。按照《政府养老基金法（The Government Pension Fund Act）》<sup>6</sup>规定，GPFG 的主要目的在于长期财政储备，公共养老储蓄只是其目的之一。目前 GPFG 并不用于当期社会养老支出，因此严格意义上属于主权财富基金<sup>7</sup>。从 2001 年开始，挪威政府财政预算的一部分取自于 GPFG，平均为基金规模的 3%左右，

---

<sup>4</sup> NBIM 在 2020 年 4 月 23 日在 GPFG 一季度数据摘要中公布了最新规模，但没有公布美元规模。美元规模按照当日 3 月 31 日挪威克朗和美元汇率估算，可能与 NBIM 最终公布的美元规模存在出入。

<https://www.nbim.no/contentassets/7e6a27b0b70b4cc2b9b53dcd2a26a91c/q1-2020-final-figures.pdf>

<sup>5</sup> 2019 年末挪威人口合计 5378857 人，Worldometer，<https://www.worldometers.info/world-population/norway-population/>

<sup>6</sup> 法规原文，<https://www.nbim.no/en/organisation/governance-model/government-pension-fund-act/>

<sup>7</sup> 国际货币基金组织将主权财富基金（SWF）定义为“政府拥有的投资基金，为各种宏观经济目的而设立。它们通常是通过将长期投资的外汇资产转移到海外来筹集资金。”IMF，Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda，<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>

该比例根据基金的预期实际回报率设定，提款规模重点考虑消除经济波动并降低失业率<sup>8</sup>。根据挪威财政部 2020 年初公布的财政预算，GPFG 资产规模的约 2.7%将划入当年财政，占当年财政预算支出的 25%<sup>9</sup>。

不过，2020 年 5 月挪威政府在进行财政预算中期审查时表示，新冠肺炎疫情使挪威正在经历着除战争以外的最严重的经济冲击，5 月初的登记失业率达到 5.95%，远超 2019 年水平（2.2%）。因此，挪威政府拟修订 2020 年预算，加大刺激力度，具体措施包括使用 4196 亿挪威克朗的 GPFG 资产，该金额占 GPFG 年初规模的 4.2%，超过 2018 年和 2019 年财政从 GPFG 的提款水平<sup>10</sup>。对此，挪威央行行长奥尔森(Oystein Olsen) 5 月在接受彭博新闻采访时曾表示，挪威政府从 GPFG 中提款的速度已超过 GPFG 从投资中获取现金流（主要为股息和利息）的速度，因此 GPFG 必须通过出售资产来补充挪威政府的财政支出，这在 GPFG 成立以来尚属首次。

---

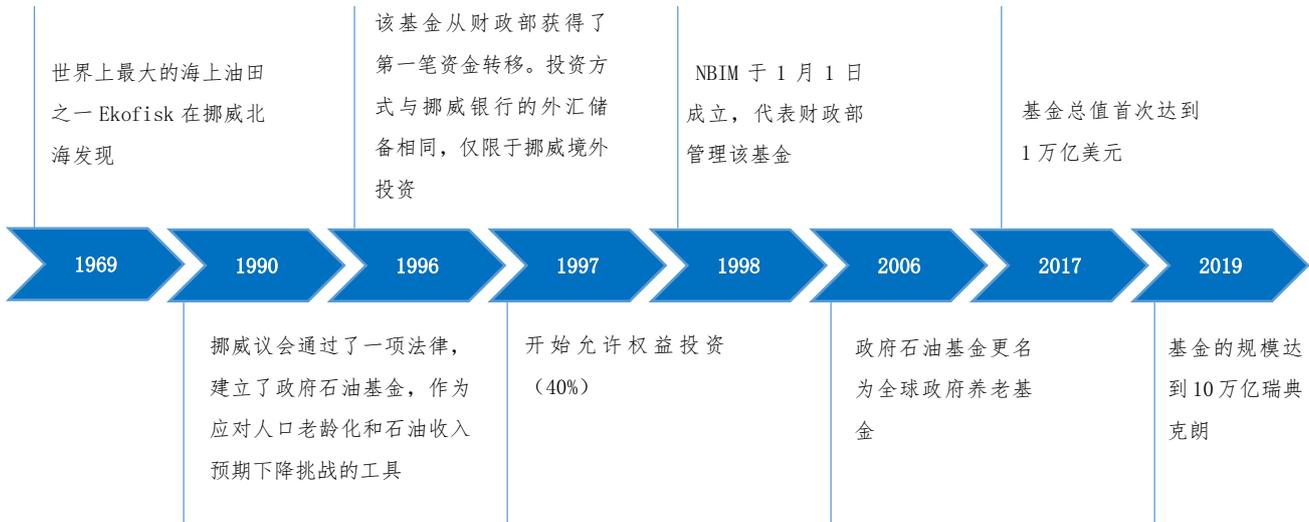
<sup>8</sup> 《政府养老基金法》规定，国家从石油行业获得的净现金流量应全部转入全球政府养老基金，并且只能根据议会的决定，将基金中的资源转移到预算中。自 2001 年以来，按照以下指导原则从基金中提取财政款项：随着时间的推移，从基金到中央政府预算的转移应遵循基金的预期实际收益；重点放在消除经济波动，以提高产能利用率和降低失业率上。在实施财政规则时，全球政府养老基金的预期实际回报率设定为 4%，在 2017 年春季降低到 3%。The Norwegian Fiscal Policy Framework, <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/economic-policy/economic-policy/id418083/>

<sup>9</sup> The National Budget 2019,

[https://www.statsbudsjettet.no/upload/Statsbudsjett\\_2019/dokumenter/pdf/national\\_budget\\_2019.pdf](https://www.statsbudsjettet.no/upload/Statsbudsjett_2019/dokumenter/pdf/national_budget_2019.pdf)

<sup>10</sup> 2018 年财政预算使用 GPFG 资产 2251 亿挪威克朗，占 GPFG 当年年初规模的 2.7%；2019 年财政预算使用 GPFG 资产 2452 亿丹麦克朗，占 GPFG 当年年初规模的 3%。挪威政府，A budget to help us safely reclaim ordinary life, <https://www.regjeringen.no/en/aktuelt/a-budget-to-help-us-safely-reclaim-ordinary-life/id2701787/>

图 1 GPFG 的发展概要



资料来源：NBIM 官网

挪威政府全球养老基金的治理框架由挪威议会通过《政府养老基金法案（Government Pension Fund Act）》予以规定。挪威财政部对 GPFG 的权益全权负责，并为 GPFG 发布管理指引；财政部下属的挪威银行（Norges Bank）则负责基金管理的具体管理：挪威银行的执行委员会（Norges Bank Executive Board）制定基金风险管理、责任投资和员工薪酬原则等主要政策，挪威银行投资管理公司（Norges Bank Investment Management, NBIM）则负责 GPFG 的日常运营。

表 1 GPFG 的治理结构

层次	权责	
挪威议会 (Stortinget)	在政府养老金法案中拟定框架	
挪威财政部 (Ministry of Finance)	全权负责 GPFG 的权益，并为 GPFG 发布管理指引	
挪威银行 (Norges Bank)	负责具体执行工作	
	挪威银行 执行委员会 (Norges Bank Executive Board)	制定基金风险管理、负责任投资 (Responsible Investment) 和员工薪酬原 则等主要政策，通过投资委托书和工作说明 委派投资管理公司 CEO
	挪威银行投资管理 公司 (Norges Bank Investment Management)	负责 GPFG 的日常运营。其 CEO 对执行委员会 制定的运营要求全权负责，并制定政策和向公 司领导层委派任务和工作说明；其领导层对 CEO 拟定的执行过程、风险管理框架及合规要 求负责，并制定指引、工作说明和委派任务

资料来源：GPFG 2019 年报，NBIM 官网

## (二) GPFG 的整体收益基本上实现了既定目标

GPFG 的全部划入资金来自于挪威石油和天然气的生产收入<sup>11</sup>，投资收入也占到基金规模的很大部分。2019 年，GPFG 实现了 19.9% 的年度收益（扣除管理费用前<sup>12</sup>），超越投资基准 0.23%。其中，权益资产投资占比 70.8%，回报率 26%；固收类资产投资占比 26.5%，收益率 7.6%，非上市房地产资产投资占比 2.7%，收益率 6.8%。

2020 年，新冠肺炎疫情的爆发导致全球股票市场在第一季度大幅下跌，GPFG 的投资业绩也因此受到一定拖累，一季度回撤幅度达-14.6%。其中，GPFG 一季度的权益资产投资回报率为-21.1%，固定收益投资回报率为 1.3%。GPFG 的负责人 Yngve Slyngstad 在 3 月底表示，市场暴跌已经触发 GPFG 的“再平衡”机制<sup>13</sup>，GPFG 将把权益资产从 65.3% 恢复至 70%。

<sup>11</sup> 截至 2019 年底，来自政府划拨的挪威石油和天然气的生产收入累计达到 33890 亿挪威克朗。

<sup>12</sup> 管理费用大致相当于在管资产规模的 0.05%。

<sup>13</sup> 在股票价格下跌时，基金的股票资产比例将会下降。为了保持组合中 70% 的权益比例，基金必须通过重新平衡交易重新回到起点。这一策略意味着，基金在股价下跌时买入股票，在股价大幅上涨时卖出股票。NBIM 向财政部的提议，<https://www.nbim.no/en/publications/submissions-to-ministry/2018/the-rule-for-rebalancing-the-equity-share-in-the-government-pension-fund-global/>

GPIG 的经验表明，在短期市场大幅下跌时买入权益资产，拉长期限看是有利于资产增值的：自 1998 年以来，GPIG 在 2007 年至 2009 年一季度左右累计收益一度达到-22%，NBIM 逆势增配权益资产，在 2009 年当年取得了 25.62%的历史最高收益，仅春季的再平衡交易就为 GPIG 的年回报率提高了约 0.5 个百分点。

挪威银行执行委员会特别强调和重视 GPIG 业绩的跨期评估：从 1998 年至 2019 年，GPIG 的年化回报率为 6.1%<sup>14</sup>。虽然整体收益率在全球养老基金中并不算特别突出，但对于 GPIG 而言已经是非常不错的收益：**首先**，仅就财政部的考核标准而言，扣除管理成本前，GPIG 的年化回报率不仅远高于长期预期回报率（最初为 4%，在 2017 年一季度降低为 3%），还比规定的基准高出 0.25 个百分点<sup>15</sup>，超规格完成了基金保值增值的任务；**其次**，挪威较早进入发达国家行列，人均 GDP 近 10 年的复合增长率仅-1.7%<sup>16</sup>，在此国情之下，GPIG 能够取得 6%左右的年化收益已大大超越了国内资产配置所能达到的收益上限，较好实现了 GPIG 通过全球资产配置增强收益、保障资产购买力的主要目标；**第三**，GPIG 作为全球少数几个规模超万亿美元的养老基金之一，在市场的整体收益之外大规模挖掘超额收益既不经济也不现实，因此 GPIG 的核心目标在于锚定全球经济增长。考虑到全球经济截至 2019 年的近十年年均增速仅 2.7%<sup>17</sup>，GPIG 能够实现 6%的年化收益实属难能可贵。

---

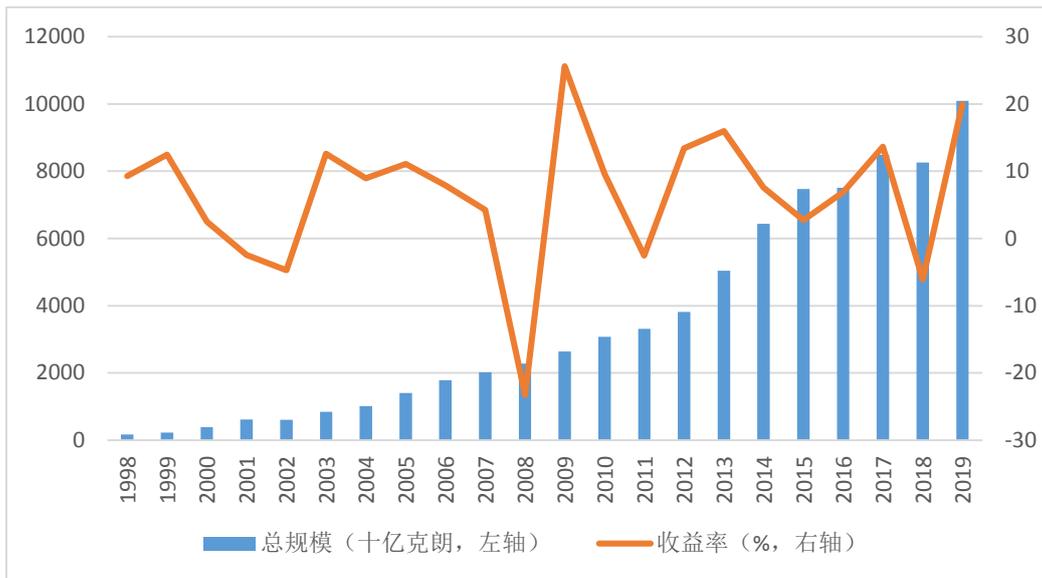
<sup>14</sup> 扣除通货膨胀和管理成本后，该期间的年化实际回报率为 4.2%。

<sup>15</sup> 单年来看，1998-2019 的 22 个年份中，GPIG 在 17 个年份中的业绩表现超越了基准。

<sup>16</sup> 截至 2018 年，2019 年数据尚未公布，以美元为单位计算，来自 WIND。

<sup>17</sup> 根据 Wind 统计。

图 2 GPFG 基金历年规模和收益率变化



资料来源：GPFG2019 年报

## 二、资产配置方法论概述

GPFG 的资产配置策略针对其稳健的风险承受能力、长期主义的投资视角和较低的流动性需求而量身定制，突出体现了分散化和专业化的特点，两个特点各有侧重，又互为补充：分散化强调对全球市场整体风险的充分暴露，以被动复制指数为主，从而实现风险可控和低成本下的基本收益目标；专业化则强调深入区域市场研究，进行适当的主动管理，从而充分捕捉市场机会。

### （一）按照战略基准指数进行投资

GPFG 的战略基准指数<sup>18</sup> (Strategic Benchmark Index) 由挪威财政部制定，指数基于广泛的全球指数，很大程度上反映了全球股票和固定收益市场的整体投资机会以及风险。按照 2019 年的最新标准，战略基准指数包含了 70% 的权益资产和 30% 的债券资产，其中权益投资基准依托于富时全球全市值指数 (FTSE Global All Cap index)<sup>19</sup> 建立，债券投资

<sup>18</sup> 具体规定详见 NBIM 官网，<https://www.nbim.no/en/the-fund/how-we-invest/benchmark-index/>

<sup>19</sup> 截至 2019 年末，该指数共包含全球 8420 家上市公司。

基准依托于彭博巴克莱指数 (Bloomberg Barclays Indices)<sup>20</sup> 建立。另外，由于房地产投资缺少全球公认的投资基准，虽然 GPFG 在 2011-2016 年曾短暂尝试采用 IPD 全球资产指数 (IPD Global Property Index) (剔除挪威) 作为基准，但在 2017 年后已经取消。财政部会适当调整以上两个公开指数确定战略基准指数，如相比于富时全球全市值指数，财政部在 GPFG 成立之初为了控制风险删除了所有的新兴市场部分，规定 GPFG 的资产配置不得大幅度偏离基准指数，挪威银行执行委员会要求权益和债券部分相对于基准成分的重合度最低为 60%，因此，GPFG 的实际投资组合很大程度上采用了对基准指数的复制策略，而基准指数也在很大程度上决定了基金的整体收益情况。

表 2 财政部规定的基金风险敞口的关键指标

	财政部规定限额	2019 年底实际配置比例 (%)
资产配置	权益投资组合占基金市值的 60-80%	70.7
	未上市房地产不超过基金市值的 7%	2.7
	固定收益组合占基金市值的 20-40%	27.7
	未上市的可再生能源基础设施不超过基金市值的 2%	0.0
市场风险	基金投资的预期相对波动率为 1.25 个百分点	0.3
信用风险	固收投资中 BBB-以下投资上限为 5%	1.8
新兴市场	固收投资中新兴市场投资上限为 5% <sup>21</sup>	9.9
所有权	股票投资组合中上市公司最多 10% 的有表决权股份 <sup>22</sup>	9.6

注：权益投资组合和固收投资组合中使用的衍生品以其潜在的经济风险敞口代表。财政部在 2019 年已经批准一项过渡计划<sup>23</sup>，逐步将新兴市场国家和公司发行的债券从战略基准指数中删除。在过渡计划完成之后，新兴市场债券的 5% 的上限配置要求才会生效。在过渡计划完成之前，债券的实际配置比例可能会较 5% 的债券组合限额可能会有所偏离。

资料来源：GPFG2019 年报

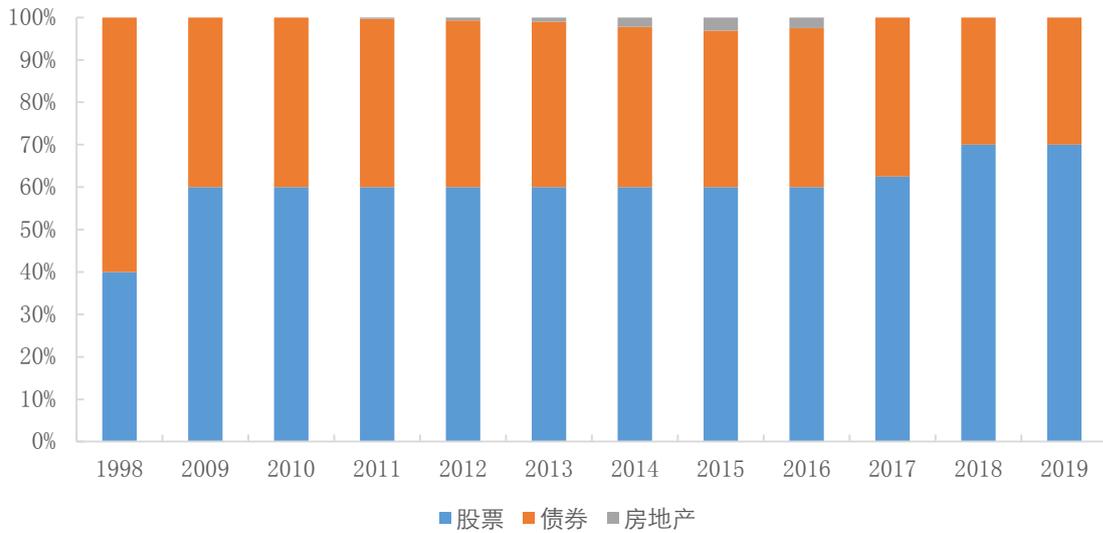
<sup>20</sup> 截至 2019 年末，该指数共包含全球 2150 家发行机构的 14516 只债券。

<sup>21</sup> 财政部已通过了一项过渡计划，逐步淘汰战略基准指数中新兴市场国家和企业发行的债券。在过渡计划完成之前，5% 的债券组合限额可能会有所偏离。

<sup>22</sup> 对上市和非上市房地产公司的投资不受此限制。

<sup>23</sup> NBIM 向财政部的提议，Mandate for the Government Pension Fund Global – framework for bond investments, <https://www.nbim.no/en/publications/submissions-to-ministry/2019/mandate-for-the-government-pension-fund-global-framework-for-bond-investments/>

图3 GPFG 战略配置基准变化



注：2017年起房地产不再计入GPFG配置基准，2017、2018、2019年房地产实际投资分别为2.6%、3%、2.7%。

资料来源：NBIM官网

## （二）通过主动管理适当增强收益

战略基准指数为GPFG资产配置提供了重要依据和投资起点，但这并不意味着GPFG永远采取对基准指数的完全复制策略。NBIM坚信主动管理的意义：资本市场中不同资产类别的风险溢价随时间不断变化，GPFG可以把握并利用这一点。因此，NBIM在给挪威议会的建议中指出，作为欧洲权益市场最大的战略投资机构，GPFG完全可以通过充分利用其庞大的体量（可以在单一资产中投资较大的绝对规模但不会显著改变整体风险）和长期主义原则（相对于普通投资者可以承担更大的风险波动，即使市场异动时也不必对管理框架进行重大调整）来进行主动管理，以促进有效资产价格的形成，为争取超额收益提供空间<sup>24</sup>。

围绕这一理念，GPFG通过基金配置（Fund Allocation）

<sup>24</sup> NBIM 向财政部的提议 Active management of the Government Pension Fund – Global, <https://www.nbim.no/en/publications/submissions-to-ministry/2009/active-management-of-the-government-pension-fund--global/>

策略、个券选择 (Security Selection) 策略和资产管理 (Asset Management) 策略三个层次进行主动管理。其中，**基金配置策略**主要通过建立参考组合 (Reference Portfolios)来实现。参考投资组合是 GPFPG 长期投资的“锚”，充分结合基金的大体量、长期投资和低流动性等方面的特点，目标是在投资范围之内实现最佳的长期收益/风险比。相比于战略基准指数，GPFPG 会在参考组合中加入更多的可投资市场以满足分散化和多样化需求，并降低换手率和交易成本。在参考组合的基础上，GPFPG 进行个券选择和资产管理策略形成实际组合。**个券选择策略由资产管理策略提供资金**，主要通过对标的公司的基本面分析来实现，意图寻找相对于同行有长期优势的公司，以提升组合投资收益，并践行 GPFPG 负责任投资及积极管理的使命。**资产管理策略**则主要通过战术层面的仓位控制、证券借贷和相对价值策略实现。同时，GPFPG 还会通过系统性因子配置策略来提高总体收益水平。

实践中，适当的主动管理的确为 GPFPG 提供了超额收益：自 1998 年以来组合的实际收益超越战略投资基准 0.25%。在 2019 年，组合的实际收益较基准高 0.23%。对超额收益的归因分析表明：与基准指数相比，实际权益投资组合在小市值因子和价值因子上的暴露程度更高。权益投资超额收益中的 40%左右可以通过市场整体风险暴露和价值因子、小市值因子和新兴市场因子的风险敞口偏离得到解释。分地区来看，美国、英国和中国的上市公司股票投资对超额收益的贡献最高。同时，固收投资组合的超额收益得益于在久期控制和低信用风险溢价策略的运用。

表 3 2019 年主动管理超额收益的归因分析

	权益资产	固收资产	非上市房地产	资产配置
实际组合相对基准的超额收益贡献	0.24%	0.06%	-0.38%	0.31%

资料来源：GPF2019 年报

图 4 GPF 年化超额收益和累计年化超额收益



资料来源：GPF 2019 年报

### 三、GPF 资产配置的特点与趋势

GPF 认为，作为如此体量和分散化投资的基金，进行广泛的全球化配置至关重要。截至 2019 年，GPF 投资共涉及 74 个国家和 50 种货币。其中：权益投资在总资产中占比 70.8%，共投资于 9,202 家公司（含上市房地产公司）股票<sup>25</sup>，平均持股占全球上市公司总市值的 1.5%左右<sup>26</sup>；债券投资在总资产中占比 26.5%，共投资于 1177 家机构发行的 4,608 种证券，其中公司债仍然主要配置于发达市场；非上市房地产投资在总资产中占比 2.7%，主要集中于发达市场，仅欧洲和美国两地占比合计达到 98%以上。另外，GPF 曾经在 2012 年考虑投资多家未上市公司股权，但浅尝辄止，只进行过一次

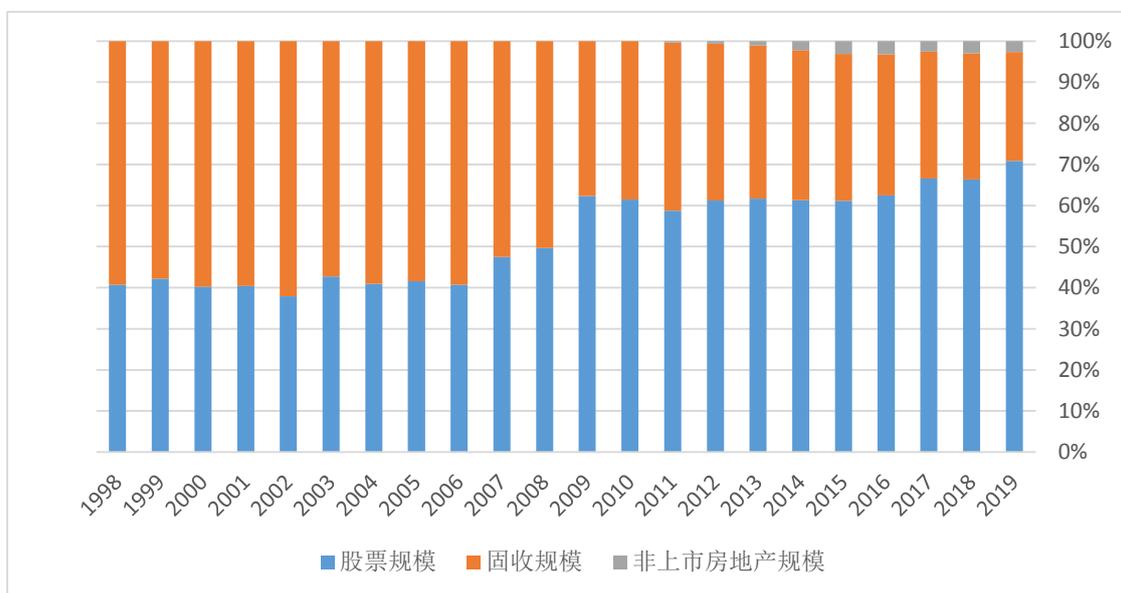
<sup>25</sup> 其中在 1469 家公司中持股超过 2%，在 39 家公司中持股超过 5%。

<sup>26</sup> 按照富时全球总市值指数（FTSE Global All Cap stock index）测算。

股权投资<sup>27</sup>，之后再未展开。不难看出，虽然 NBIM 主张多元化投资，但在整体配置中，另类资产占比较少，整体风格较为谨慎，以传统资产为主。

相比于如今的多元化配置，GPFG 配置的资产类型也经历了一个不断扩容的过程。在成立之初，GPFG 全部投资于海外市场政府债券，之后，随着基金规模的不断增长以及投资管理经验的逐渐积累，GPFG 资产配置日趋多元化，这既体现在战略基准指数的构成变化之中，又体现于各区域及各类资产的实际配置变化。不过，可能由于受到基准指数的约束，从权益资产的行业配置来看，GPFG 的各行业配置占比基本保持稳定，金融一直是其配置最多的行业，大约占 20%左右；此外，消费和工业领域也一直是传统重仓。

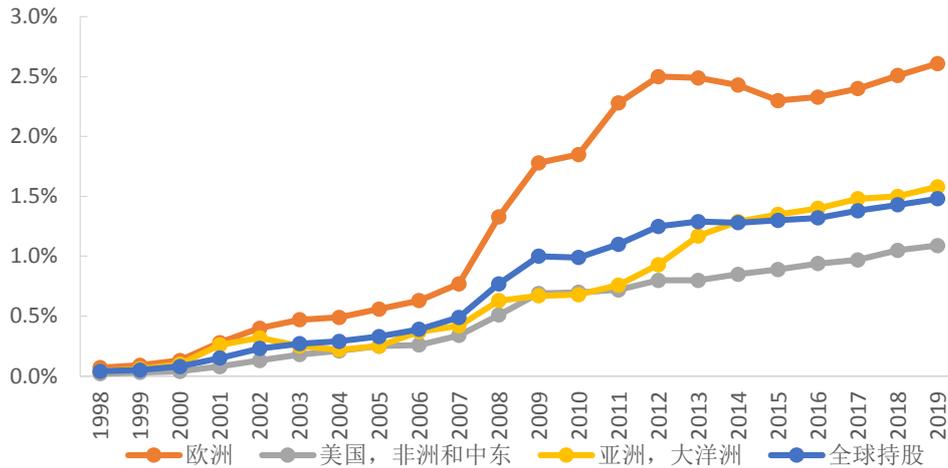
图 5 GPFG 各类资产配置比重历年变化



资料来源：GPFG 历年年报

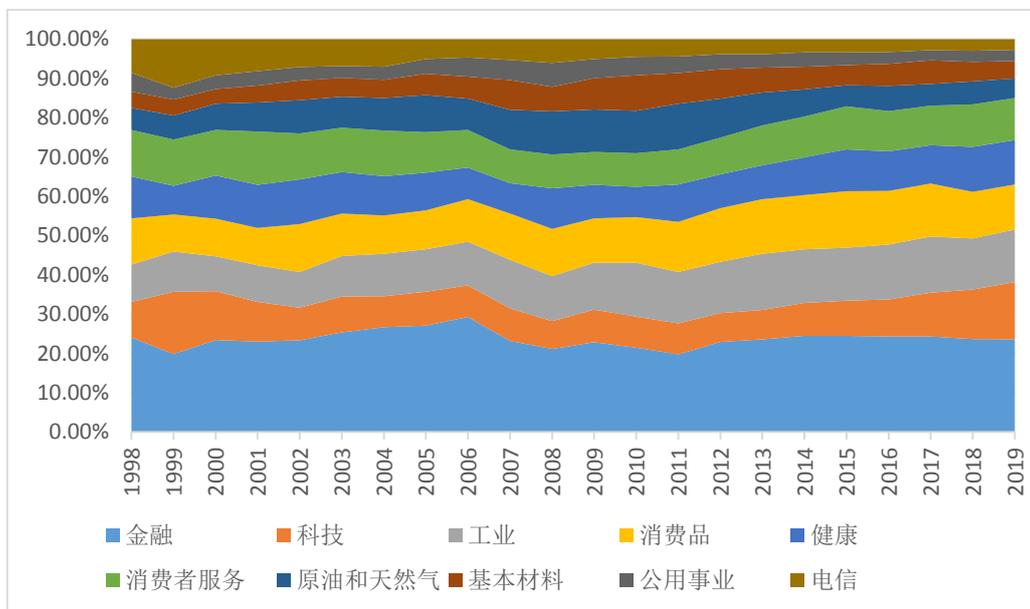
图 6 GPFG 基金成立以来分区域权益市场持有量占当地市值比重

<sup>27</sup> 2012 年 5 月，GPFG 与投资者集团 CVC 就购买 Delta Topco Ltd. 4.2% 的股份达成协议，Delta Topco 随后于 2017 年被出售给 Liberty Medi 成功借壳上市。NBIM 向财政部的提议，Access to invest in unlisted companies seeking a listing, <https://www.nbim.no/en/publications/submissions-to-ministry/2019/placeholder-letter/>



资料来源：NBIM 官网

图 7 权益资产历年的行业分布变化



资料来源：NBIM 官网

具体而言，其多元化发展过程突出体现了以下三个主要趋势。

**(一) 从全部配置于固收资产，到逐渐增加权益资产配置**

**1. 第一阶段：权益资产配置比例由 0% 提高到 40%**

1996 年，GPIFG 的前身石油基金在首次获得注资之时，全部资产投资于海外政府债券。1998 年，在 NBIM 成立后，GPIFG

开启了权益投资进程，允许 40% 的基金配置于权益资产<sup>28</sup>。权益资产仅仅在纳入一年之后，就在 1999 年取得 34.81% 的良好收益，助力 GPF 整体收益创出新高。

## 2. 第二阶段：权益资产配置比例由 40% 提高到 60%

2002 年互联网泡沫以后，全球政策对冲促使利率开始下行，经济也逐步回暖。GPF 从权益投资的良好表现中受益，风险偏好也开始进一步提高。2006 年，NBIM 向财政部提交增加权益配置比例的投资建议<sup>29</sup>，报告中用过去 105 年的历史数据详细测算了提高权益配置比例对整体投资的潜在影响，虽然更高的权益配置比例带来更大的整体波动，但长期看可增厚组合整体收益：以 15 年滚动收益率来看，在超过 90%（83/91）的样本数据中，60% 权益仓位组合比 40% 权益仓位组合取得更高收益；而在剩余不足 10% 的亏损样本中，60% 权益仓位组合比 40% 权益仓位组合的损失最大也未超过年均 0.28%。几经权衡之后，财政部在 2007 年将股票投资份额由 40% 提高到 60%。

## 3. 第三阶段：权益配置比例由 60% 提高到 70%

首先，“欧债危机”的爆发，促使欧洲各国利率进一步走低，甚至出现负利率趋势，债券市场在长期低利率情况下难以产生良好回报，GPF 增配权益资产的意愿也愈发强烈。与此同时，随着 GPF 体量的逐渐增长，NBIM 发现一旦触发再平衡机制，会产生巨额交易量，对市场价格造成影响。特别是自 2008 年金融危机以来，NBIM 发现在不干扰市场价格的

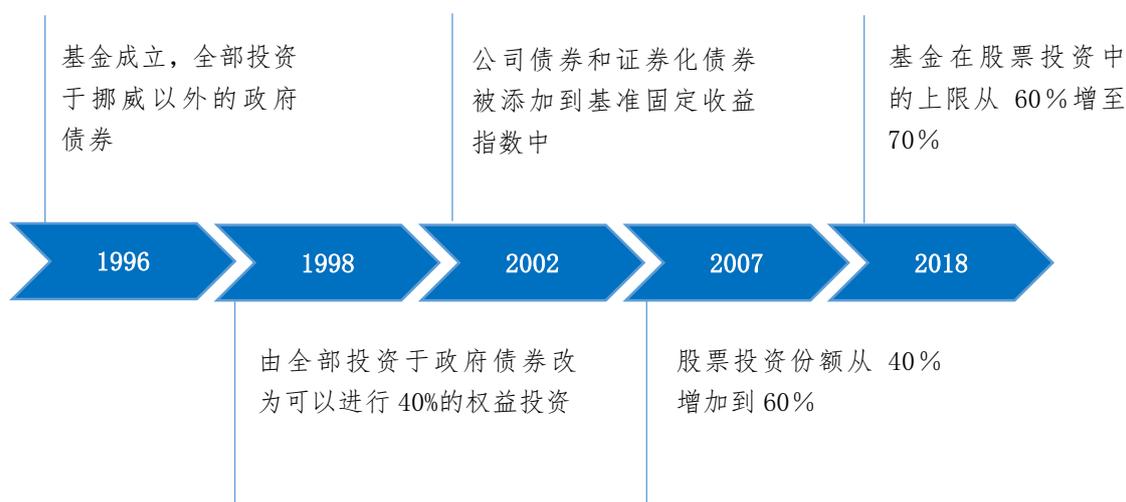
---

<sup>28</sup> 政策允许上下浮动 10%。

<sup>29</sup> NBIM 向财政部的提议 Changes to the benchmark portfolio of the Government Pension Fund – Global, <https://www.nbim.no/en/publications/submissions-to-ministry/2006/changes-to-the-benchmark-portfolio-of-the-government-pension-fund---global/>

情况下进行大型交易不仅困难而且成本高昂。而在其他条件相同的情况下，更高的权益配置空间能够有效减少再平衡事件的发生次数。另外，NBIM 还通过对 1900-2014 年的数据研究得出，大多数组合配置 40%-80%的权益资产可以得到整体最佳的夏普比率。因此，NBIM 在 2018 年再次向财政部提交投资建议，将权益配置中枢由 60%提高至 70%，并制定了分阶段逐步增加股权比例的计划<sup>30</sup>，财政部予以同意。

图 8 GPF 配置权益资产的政策演进



资料来源：NBIM 官网

虽然 GPF 权益资产配置比例呈现稳步上升趋势，但债券资产仍然发挥着不可忽视的重要作用。投资债券资产的目的在于减少基金整体收益的波动，并确保充足的流动性，同时债券风险敞口还能够与权益资产形成一定对冲。NBIM 的经验研究显示，没有任何案例支持全部投资于权益资产的组合能够比股债混合型组合取得更高的风险调整后收益<sup>31</sup>。

## (二) 从全部投资于发达市场，到逐渐增加新兴市场配置

<sup>30</sup> NBIM 向财政部的提议 The rule for rebalancing the equity share in the Government Pension Fund Global, <https://www.nbim.no/en/publications/submissions-to-ministry/2018/the-rule-for-rebalancing-the-equity-share-in-the-government-pension-fund-global/>

<sup>31</sup> NBIM 研讨纪要 Risk and return of different asset allocations, <https://www.nbim.no/en/publications/discussion-notes/2016/risk-and-return-of-different-asset-allocations/>

## 1. 1996 年-1998 年：全部配置于发达市场，并且重仓欧洲

GPF 的配置区域经历了逐渐多元化的过程。在成立之初，GPF 的战略重点定位于欧洲发达市场，占到全部资产配置比重的 75%，这主要是为了防范整体货币购买力风险。挪威的大部分进口货物来自于欧洲，因此 NBIM 合理假设通过在欧洲市场进行更多投资，可以更好地保护基金的实际购买力免受货币风险的影响。

## 2. 1998 年-2003 年：调降欧洲市场配置比例，开始探索配置新兴市场

随着基金规模的超预期增长，GPF 意识到需要更大市场容量来承载投资，因此在 1998 年将欧洲市场的配置比例由 75%调降为 50%，并相应调升了美洲和亚洲的投资。1999 年，NBIM 基于 IFC 针对新兴市场建立的 IFC-I 指数<sup>32</sup>开始探讨投资新兴市场的可能性<sup>33</sup>。2000 年，互联网泡沫破裂大挫发达市场，基于分散风险的考量，GPF 开始将巴西、希腊、墨西哥、韩国、中国台湾、泰国和土耳其市场纳入权益投资范围<sup>34</sup>。

但之后的债券风波证明 GPF 的投资标的仍然非常集中：GPF 在亚洲只投资于日本，日本政府也一度成为 GPF 债券投资的最大单一发行主体。过于集中的风险暴露很快就带来了问题：2001 年 11 月，国际评级机构先后调降了日本政府

---

<sup>32</sup> IFC-I 指数成立于 1988 年 12 月，其含义是外国机构可以实际投资的新兴市场国家和公司，从某种意义上说，这些国家对外国证券投资总体上是开放的，并且它们的公司规模和流动性也很高。

<sup>33</sup> NBIM 向财政部的提议，The Government Petroleum Fund - evaluation of potential new markets, <https://www.nbim.no/en/publications/submissions-to-ministry/2000---1997/the-government-petroleum-fund---evaluation-of-potential-new-markets/>

<sup>34</sup> 2000 年将巴西、希腊、墨西哥、韩国、中国台湾、泰国和土耳其纳入投资范围，希腊随后从新兴市场重新分类为发达市场，泰国未包含在基准指数之中，因此，在 2002 年时，该基金的投资范围包括六个新兴股票市场，而在基准指数中则包括五个市场。

的信用等级，迫使挪威银行不得不做出决定，迅速减配日本国债。同样的风险还存在于美洲（美国占美洲配置的绝大比重），从而引起了挪威银行内部对于多元化配置和分散化投资的广泛讨论<sup>35</sup>。

最终讨论得出，权益投资应以市值权重（Market Value Weightings）作为基金区域分布的基础，并做适当偏离：一是考虑挪威未来进口及购买力需要，欧洲投资占比应相对较高；二是为避免区域集中配置造成的特殊事件风险，应在各区域之间有一定水平的分散；三是海外资产应尽量避免与挪威本土财富波动相关性太高。这就意味着应减少与挪威地理位置相近或经济结构类似的发达市场的风险敞口，为继续增配新兴市场指明了方向。

### 3. 2004 年至今：进一步降低欧洲比重，不断增配新兴市场

随着对新兴市场投资经验的逐步积累，NBIM 逐渐认识到，虽然新兴市场比发达市场具有更高的市场风险，但也同时为较高的预期收益提供了基础。由于 GPF 的投资期较长，投资于相对缺乏流动性的新兴市场，可以获得更加多元化的投资组合。

基于这一理念，GPF 在 2004 年进一步放开投资中国、智利、南非等 10 个国家<sup>36</sup>。2007 年，通过对基金管理的全面审查，GPF 决定把 FTSE 基准指数中的所有新兴权益市场纳入战略基准指数范围，并同意把部分基准指数之外但仍具有一定投资价值的前沿市场（Frontier Markets）也纳入投资

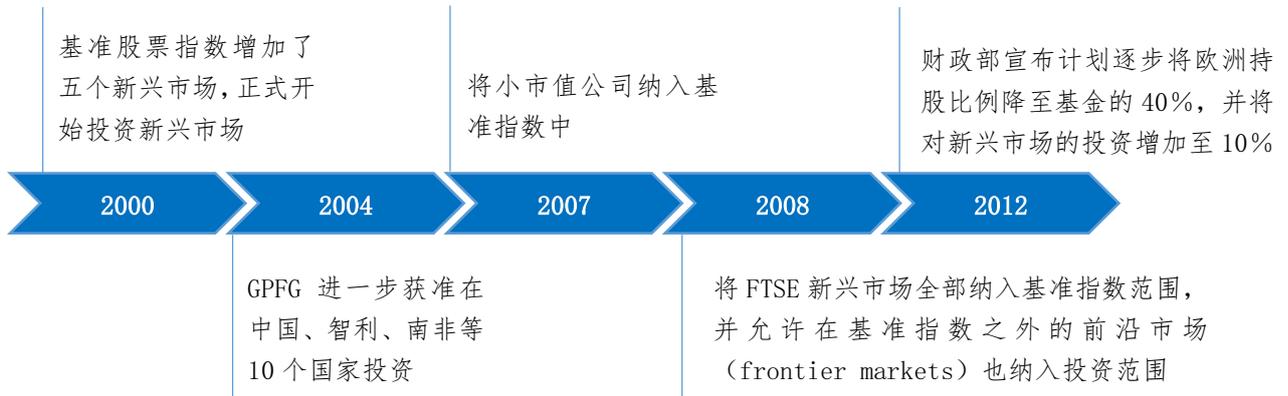
---

<sup>35</sup> NBIM 研讨纪要 An appraisal of the regional weighting of the Petroleum Fund, <https://www.nbim.no/en/publications/submissions-to-ministry/2002/an-appraisal-of-the-regional-weighting-of-the-petroleum-fund/>

<sup>36</sup> 包括中国、智利、南非、捷克共和国、匈牙利、印度尼西亚、以色列、马来西亚、菲律宾和波兰 10 个国家，决定于 2008 年起生效。

范围<sup>37</sup>。特别是 2011 年以后，受经济危机影响，GPFG 调整了战略投资基准，将新兴市场的配置基准进一步提升至 10%，之后对亚洲和环太平洋等地区新兴权益市场的投资速度明显加快，新兴市场的股票平均持仓占当地市场总市值的比重于 2013 年首次超过发达市场<sup>38</sup>。同时，GPFG 加大对新兴市场债券投资，对新兴市场债券投资占比从 2009 年的不足 5% 升至 2019 年的 8%。不过，新兴市场债券投资仍然以高信用债券为主（主要为以当地货币发行的政府关联债券为主）。2019 年新兴市场投资再创新高，截至 2019 年底，GPFG 共投资了 10240 亿克朗资产于新兴市场，相较于 2018 年增长了 2110 亿克朗，涨幅达到 25.95%。

图 9 GPFG 配置新兴市场的政策演进

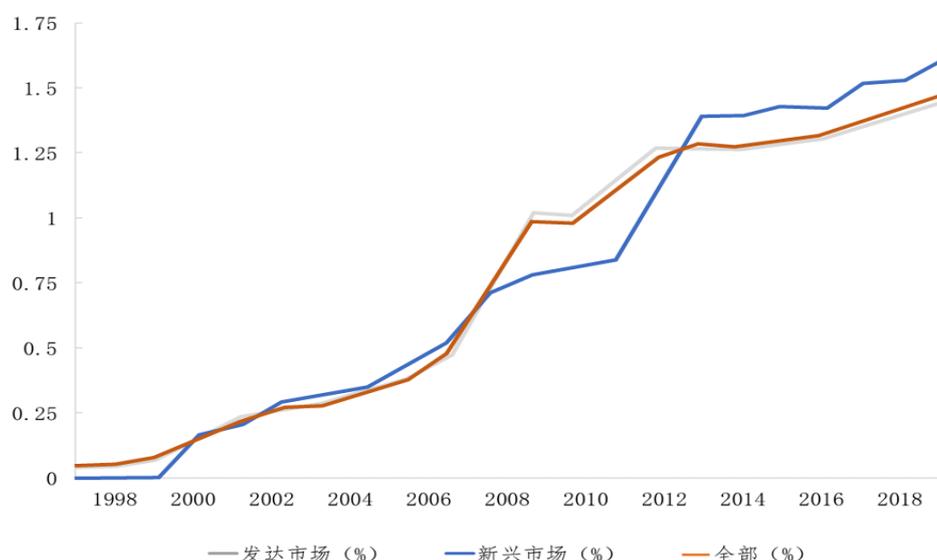


资料来源：NBIM 官网

<sup>37</sup> 除非另有明确说明，否则在文中对新兴市场的所有描述均包含前沿市场，决定于 2007 年 6 月生效。

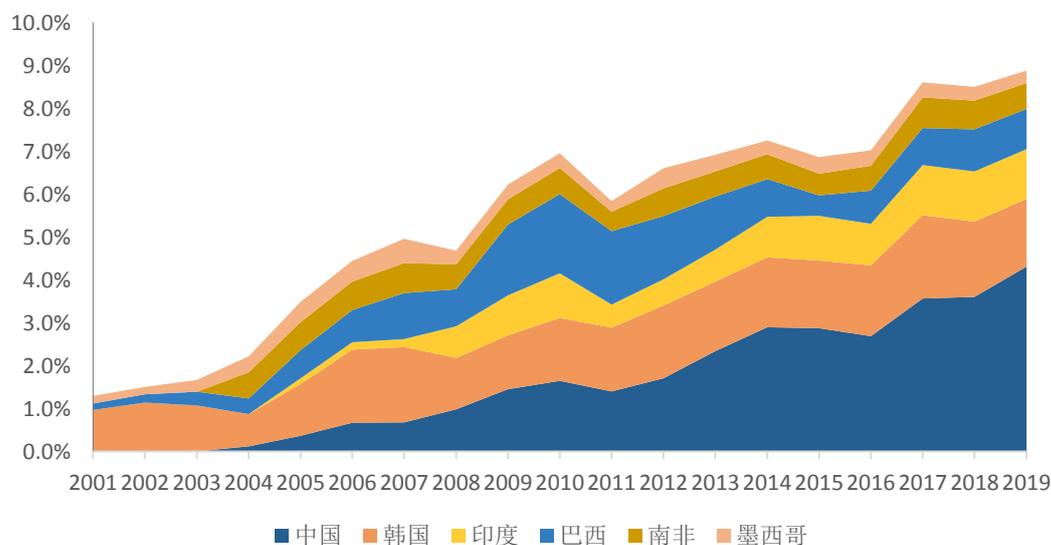
<sup>38</sup> 截至 2019 年底，新兴市场的个股平均持仓占比为 1.6%，发达市场的股票平均持仓占比为 1.5%。

图 10 GPF 在发达市场和新兴市场的股票持仓市值  
占该类市场总市值的比重变化



资料来源：NBIM 年报

图 11 GPF 主要新兴市场权益投资在总权益资产中的占比变化



资料来源：NBIM 官网

NBIM 研究结果表明，对于 GPF 这样超级体量的长期机构投资者而言，新兴市场并没有“免费午餐”，因此对新兴市场的配置基于全球市场的相对权重，而不应过度偏离<sup>39</sup>。即使

<sup>39</sup> NBIM 研讨纪要 Risks and Rewards in Emerging Equity Markets, <https://www.nbim.no/en/publications/discussion-notes/2012/risks-and-rewards-in-emerging-equity-markets/>

在某段时期对新兴市场配置有必要进行动态偏离，也必须在一定限制范围内谨慎进行。因为新兴市场相对于发达市场更不稳定，所以对市场的实时评估和风险管理显得尤为重要，GPIFG 对此进行了慎重考虑并制定了相应措施。一方面，新兴市场的债券投资主要集中于政府关联债券，以尽可能避免无法控制的信用风险；另一方面，新兴市场的权益投资（尤其是中小市值股票的投资）主要通过委托当地外部管理人的方式进行。不过，对于重点新兴市场（中国（含台湾）、印度和巴西）的大部分投资仍然由 GPIFG 内部团队负责，充分体现出对这些市场的重视。

### **（三）从全部配置于传统资产，到逐渐增加另类资产配置**

NBIM 发现，近年来全球权益和债券资产的收益相关性日益提高，即使在权益或债券的单一资产类别内部，跨国资产的相关性也由于全球政策共振而提高，分散化投资的效果有所减弱<sup>40</sup>。另一方面，全球财富的相当一部分沉淀在房地产资产中，大约占 10%-15%。由于房地产资产，特别是非上市房地产资产与权益和债券市场的低相关性，将房地产资产纳入混合资产投资组合能够显著改善组合的风险收益特征<sup>41</sup>，而房地产投资的承租人信用（Tenant Credit）、租赁本身的风险（Leasing Risk）、房地产开发风险（Development Risk）、房地产物理风险（Physical Risks）和监管及税收风险（Regulatory/Tax Risks）等特殊风险可以随着房地产项目数量的增加和配置区域的扩散得到有效分散。

---

<sup>40</sup> NBIM 研讨纪要 International Diversification For Long-term Investors, <https://www.nbim.no/en/publications/discussion-notes/2017/international-diversification-for-long-term-investors/>

<sup>41</sup> NBIM 研讨纪要 The diversification potential of real estate, <https://www.nbim.no/en/publications/discussion-notes/2015/the-diversification-potential-of-real-estate/>

2006 年，NBIM 向财政部提议将房地产和基础设施投资作为单独的资产类别纳入 GPFG 的投资范围，并认为房地产投资可能是保护基金免受通胀影响的几种可能方式之一<sup>42</sup>。2007 年，NBIM 进一步向财政部提议，阐述了进行房地产投资的具体思路，并建议在投资初期，将非上市房地产的投资上限设置为基金总规模的 3%<sup>43</sup>。2008 年，财政部同意将非上市房地产纳入基金投资范围，允许投资组合直接购买房地产，也可以投资于上市和非上市房地产公司发行的股票和债券，以及基金结构和其他房地产投资工具，并初步确定了 5% 的比例上限。2017 年这一比例进一步提升至 7%。实践中，GPFG 的非上市房地产配置比例自 2015 年后一直稳定在 3% 左右，低于政策上限一方面是为了为未来几年增加投资预留空间，另一方面是为了逐步积累并掌握大型房地产投资所需的专业知识。

图 12 GPFG 配置非上市地产的政策演进



资料来源：NBIM 官网

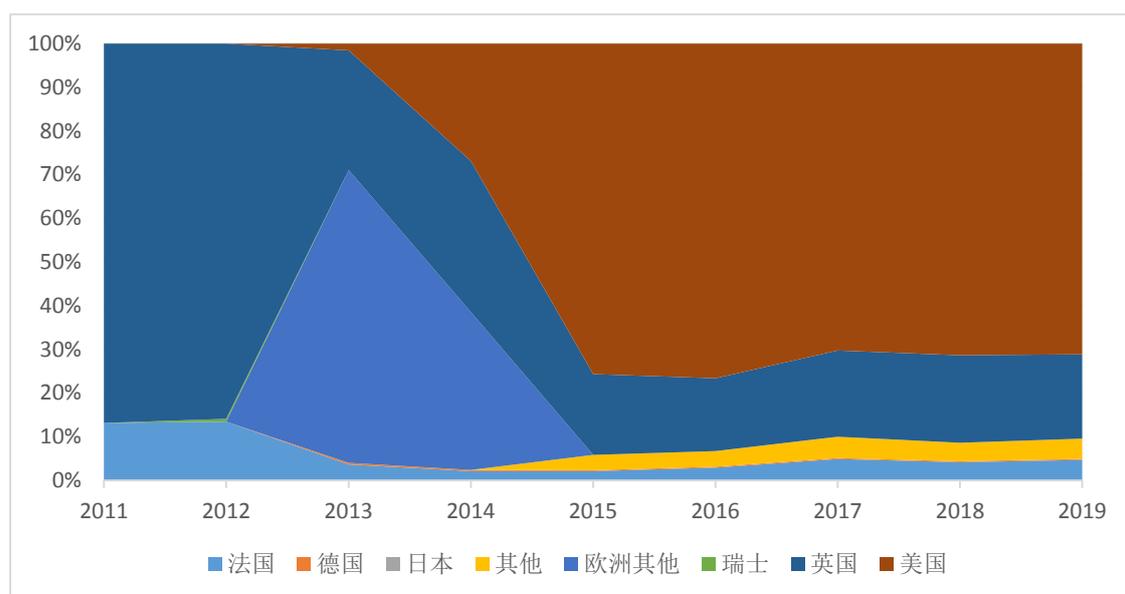
**配置区域上，GPFG 专注于少数几个主要城市的高质量地**

<sup>42</sup> NBIM 向财政部的提议 Changes to the benchmark portfolio of the Government Pension Fund - Global, <https://www.nbim.no/en/publications/submissions-to-ministry/2006/changes-to-the-benchmark-portfolio-of-the-government-pension-fund---global/>

<sup>43</sup> NBIM 向财政部的提议 Inclusion of real estate investments in the Government Pension Fund - Global, <https://www.nbim.no/en/publications/submissions-to-ministry/2007/inclusion-of-real-estate-investments-in-the-government-pension-fund---global/>

产。最初全部投资于欧洲，前两单分别落成于伦敦和巴黎；2013年1月1日以后，房地产投资的授权范围扩大到了欧洲以外的国家，GPFPG 开始在美国的房地产市场上大举进攻，美国市场很快超过欧洲成为配置头筹；2017年，GPFPG 在东京进行了亚洲的第一笔房地产投资，日本是 GPFPG 亚洲地区仅有的非上市房地产投资，且规模极小，在全部非上市房地产投资中的比重不足 0.1%。总体来看，GPFPG 目前房地产投资仍然处于投资探索期，以发达市场为主，至今仍未涉及新兴市场的非上市房地产投资。

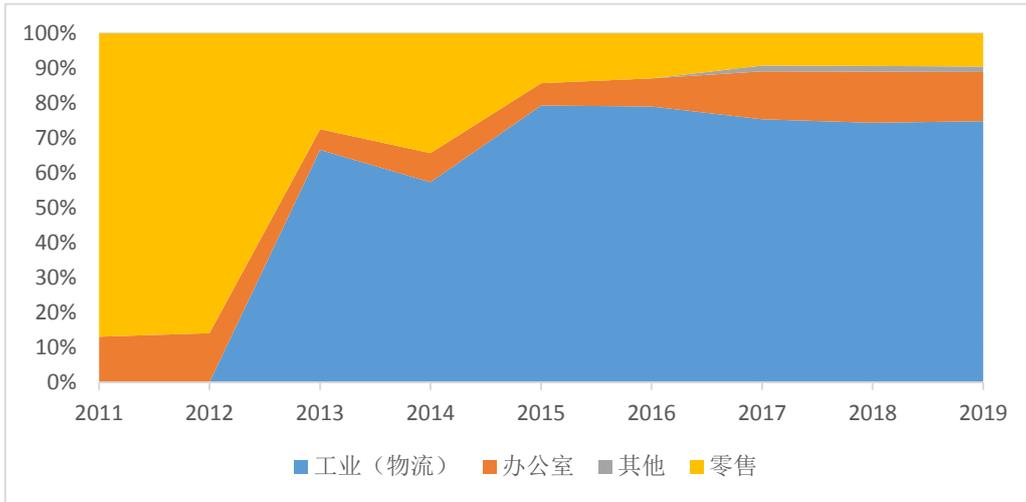
图 13 （非上市）房地产投资的的主要国家分布



资料来源：NBIM 官网

**配置类别上**，GPFPG 主要投资于发达市场的传统房地产类型。初期以办公室和零售地产为主，核心地段的地产投资不但可以享受地产的未来升值，而且可以以租金等稳定的、抗通胀的现金流形式获得回报。2012年以后工业（物流）地产配置比重逐渐上升，并达到 70%以上，近几年维持稳定。

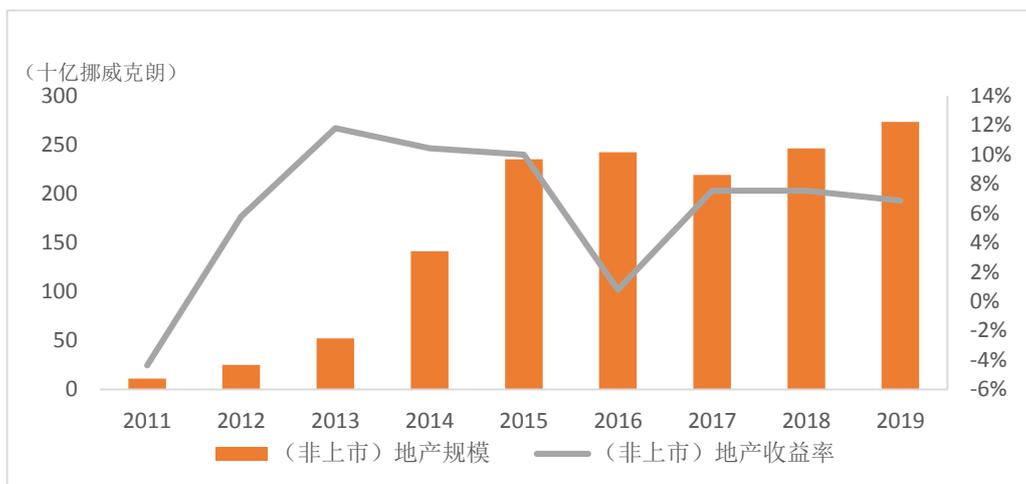
图 14 （非上市）房地产投资的类别分布



资料来源：NBIM 官网

投资于非上市房地产项目为 GPFG 提供了显著的超额收益。自 GPFG 第一笔非上市房地产投资开始至 2016 年期间，资金主要来自于对债券资产的出售；在此期间，每年的非上市房地产年回报率为 6%，而同期债券投资的年化回报率为 4.4%；自 2017 年开始，非上市房地产投资的资金同时来自于权益和债券资产的出售，2017 年至 2019 年，非上市房地产投资的年化回报率为 7.3%，而同期股债混合基准的年化回报率为 5.7%。

图 15 （非上市）房地产的投资规模和投资收益



资料来源：NBIM 官网

## 四、GPFG 资产的中国投资

21 世纪以来，随着中国市场对全球经济和世界商品贸易的重要性与日俱增，中国成为世界上最大的经济体之一，受到 GPFG 的格外关注。2005 年，NBIM 在对中国市场重要性的专题研究中认为<sup>44</sup>，虽然作为新兴市场的中国对机构投资者的重要性仍然偏低，但是以购买力平价衡量，中国可能在不超过 10 至 20 年的时间内成为世界第一大经济体，增长潜力巨大。

### （一）权益投资

GPFG 对中国权益市场的投资始于 2004 年。2006 年，挪威银行成为第二批获得 QFII 资格的海外机构之一，并在 2008 年 1 月首次获得 2 亿美元的投资额度。之后，GPFG 对中国权益市场的投资规模逐步攀升，即使 2011-2014 年及 2018 年中国 A 股指数呈现调整态势，中国权益投资占比仍维持稳步上升。截至 2020 年 3 月底，挪威银行共累计获得 25 亿美元的 QFII 投资额度，是在中国外管局备案的第六大 QFII 机构

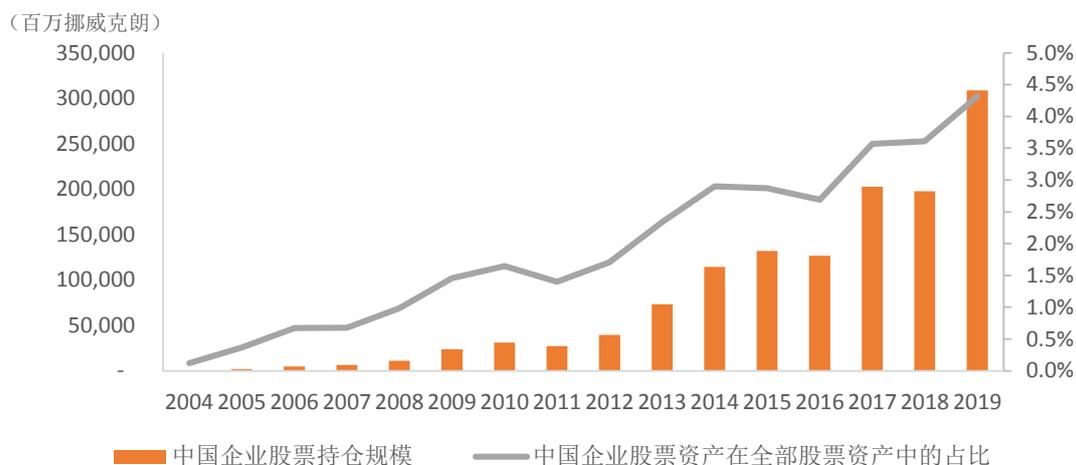
<sup>45</sup>。

---

<sup>44</sup> NBIM 研究报告 Investment in the Chinese equity market, <https://www.nbim.no/globalassets/documents/features/2003-2006/2005-investment-in-the-chinese-equity-market.pdf>

<sup>45</sup> 前五大机构分别是澳门金融管理局（50 亿美元）、阿布达比投资局（35 亿美元）、韩国银行（30 亿美元）、法国兴业银行（27 亿美元）和巴克莱银行（26.52 亿美元），参见外管局官网 <http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0425/8881.html>

图 16 2004-2019 年 GPFG 中国企业权益持仓规模及总权益规模占比

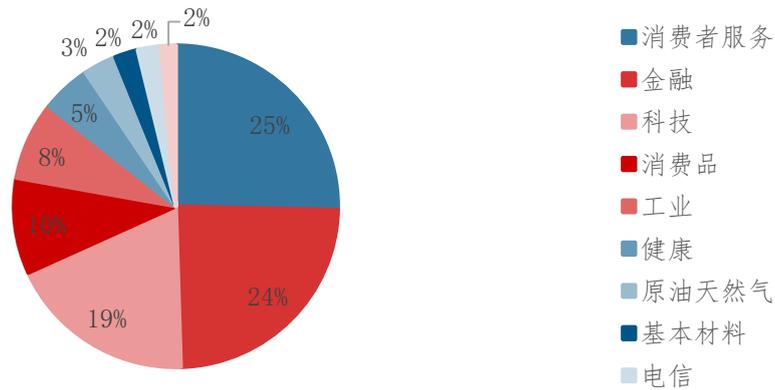


资料来源：NBIM 官网

2019 年，GPFG 新买入中国企业股票 212 只，公开的持股名单中共有 445 个中国企业。截至 2019 年底，GPFG 对中国企业持仓市值约 3,087.4 亿挪威克朗（约 2,300 亿人民币），在 GPFG 披露的 2019 年全部股票持仓中占比约 4.3%，中国是其投资力度最大的单一新兴市场，在 GPFG 的所有投资国家中位列第七，是唯一挤进前十的新兴市场国家。

从 2019 年 GPFG 的中国企业股票持仓情况来看，GPFG 的重仓多为优质蓝筹龙头股票，与其偏被动配置的复制策略相吻合。配置最多的行业为消费者服务，达 25%；其次为金融和科技，分别占 24%和 19%；此外，消费品、工业和健康行业也是配置重点。个股层面，阿里巴巴、腾讯控股、建设银行、中国平安和工商银行稳居 GPFG 中国企业股票持仓规模前五。其中，阿里巴巴已经位列 GPFG 全部个股持仓规模排名的第八位，首次跻身前十。

图 17 2019 年末中国企业行业持仓



资料来源：NBIM 官网

## （二）债券投资

GPF 对中国债市的投资要早于股市。早在 2002 年，GPF 就开始投资中国国债，并在 2006 年买入中国第一笔公司债。GPF 对中国债券的投资高峰出现在 2015 年，此后随着对新兴市场债券的整体减配<sup>46</sup>，中国债券的持有量和总体占比也有所下降。截至 2019 年底，GPF 共持有中国债券 63.23 亿挪威克朗（约合 65 亿人民币），其中国债和政策性金融债占比超过 70%。出于对新兴市场的风险考量，GPF 在中国的信用债投资一直非常有限。

<sup>46</sup> 挪威财政部在 2016 年 2 月 12 日和 2017 年 6 月 9 日给 NBIM 的信函中，要求 NBIM 评估该基金债券投资管理的准则。之后决定减配新兴市场债券，财政部已经在 2019 年已经批准一项过渡计划，为其他高收益策略腾挪空间。虽然新兴市场 GDP 很高，但政府债务体量相对偏小，而且存在流动性不足等问题。NBIM 向财政部的提议，Bonds in the Government Pension Fund Global, <https://www.nbim.no/en/publications/submissions-to-ministry/2017/bonds-in-the-government-pension-fund-global/#ftn4>

图 18 2002-2019 年 GPFG 中国债券持仓规模及总债券规模占比



资料来源：NBIM 官网

### （三）投资管理模式

2005 年 6 月，GPFG 委托了两家中国市场投资机构，分别负责 A 股和 H 股投资。其中，骏盛资产管理有限公司（Red Gate Asset Management）从 2005 年至今一直负责 A 股投资。2007 年，NBIM 在上海设立分支机构，负责中国的大部分投资事务，成为 NBIM 继奥斯陆、伦敦和纽约后的全球第四个分支机构。GPFG 对大多数新兴市场的权益投资完全委托属地外部管理人掌舵，但中国是少数几个由 NBIM 内部投资团队直接参与投资的新兴市场之一。截至 2018 年底<sup>47</sup>，GPFG 历史上共有 111 个新兴市场委托组合，其中 14 个投资于中国市场，并且中国市场投资机构在各地区机构中投资业绩最佳，年均回报高达 11.7%。截至 2019 年底，GPFG 共有 83 个投资委托管理组合，分别由 74 个外部机构进行管理<sup>48</sup>，其中 7 家为负责中国市场投资的机构（详见表 4）。

<sup>47</sup> NBIM 报告，Investing with External Managers，<https://www.nbim.no/en/the-fund/news-list/2020/47-billion-kroner-of-excess-return/>

<sup>48</sup> GPFG 官网，External mandates，<https://www.nbim.no/en/the-fund/how-we-invest/external-mandates/>

表 4 2019 年底 GPF 的中国区外部管理人名单一览

润晖投资 (Cephei Capital Management)
碧云资本 (Green Court Capital Management)
凯思博投资 (Keywise Capital Management)
高毅资产 (Perseverance Asset Management)
毅盛资产 (Red Gate Asset Management)
淡水泉投资 (Springs Capital)
行健资产管理 (Zeal Asset Management)

资料来源：NBIM 官网

当前，外国投资者在中国 A 股的投资受到一定限制，外资在 A 股中的投资占比普遍比较低。对于 GPF 等国际投资机构而言，包括中国 A 股在内的新兴市场普遍存在流动性相对较差、监管条件相对不成熟等问题。但随着中国资本市场全面深化改革持续推进以及对外开放程度的不断深化，NBIM 将继续加大对中国的投资。在 NBIM 2020-2022 年的战略规划中，NBIM 特别提到将加强对中国上市公司的基础研究工作<sup>49</sup>。

#### （四）对中国养老金的借鉴与思考

虽然 GPF 由挪威央行直接管理，重要决策要经财政部审批，投资运营模式相对其他全球知名的大型养老金机构不算独立，但在多年运作中，仍有诸多经验值得借鉴：一是专注于全球化资产配置，广泛投资海外市场，不但实现了投资风险的分散化，而且深度参与全球财富再分配，借助海外经济增长为本国国民的未来发展提供更高保障；二是以被动投资为主，并不热衷于时机选择和波段操作，而是充分利用长

<sup>49</sup> NBIM Strategy plan 2020-2022, <https://www.nbim.no/en/publications/strategy-for-the-fund-management/strategy-plan-2020-2022/>

期资金的优势，在战略基准的指导下严守投资纪律，通过“再平衡”机制熨平波动，实现了收益的长期稳定；三是面对低利率环境，坚定不移地增配新兴市场和风险资产，提升整体收益水平。

**【本文由广发基金管理有限公司养老金部孙瑜、彭维瀚研究撰写，中国证券投资基金业协会私募管理部校对】**