



NIFD

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

NIFD季报

主编:李扬

机构投资者的资产管理

杜邢晔

杜邢晔、张平

2023 年 7 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、机构投资者的资产管理等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。

《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度2月份发布。

加拿大“枫叶 8+1”机构的资产管理特点及动态

摘 要

本研究是对加拿大模式下具有代表性的“枫叶 8+1”机构资产管理特点较为系统的梳理和动态更新。

第一部分梳理了“枫叶 8+1”机构的基本情况，包括资产规模、长期投资表现、发展历史、客户情况等。9 家机构的资产规模相当于 2022 年加拿大 GDP 的 76%，十年年化投资收益率在 7%-10% 区间，这些机构成立时间集中于 20 世纪 60 年代和 90 年代，90 年代以来资产管理模式的改革创造了今天的“加拿大模式”。其中，CPPI 等机构专门负责管理一只养老基金，而 CDPQ 等机构则是一个机构负责管理若干基金，后者称为集中投资管理模式。加拿大模式具有较为独立透明的治理机制、多元化资产配置模式、以长期为导向且基于基准的考核激励机制等特点。

第二部分讨论了“枫叶 8+1”机构的治理机制。多数机构由政府发起，但是日常运作保持相对独立，与政府及工会和雇主保持一定距离，主要通过立法框架来进行监督管理。各机构使命不同，AIMCO 等机构追求考虑风险的收益最大化，HOOPP 由于同时管理养老计划的给付而专注资产与负债管理，CDPQ 则具有投资回报最大化和促进魁北克经济发展的双重使命，各机构围绕自身使命进行日常运作管理安排。

第三部分探讨了“枫叶 8+1”机构在大类资产配置方面的多元化情况，特别是高配另类资产和股票类资产的实践及最新财年动态；探讨了地域配置多元化情况，境外配置在总组合中比均处于 57%-86% 的区间。近一年多家机构的收益率均低于十年

本报告负责人：杜邢晔

本报告执笔人：

● 杜邢晔

国家金融与发展实验室特聘研究员

对外经济贸易大学副教授

● 张平

国家金融与发展实验室副主任

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

地方区域财政

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

机构投资者的资产管理

年化收益率；主要受通胀上升、政策利率上行、股债双杀的市场影响，另类资产中的基础设施、大宗商品，以及加元贬值则对总组合有正贡献。

第四部分梳理归纳了“枫叶 8+1”普遍采取的基于基准对投资业绩的考核，以及基于 4 年-7 年的较长期的投资组合业绩的考核，体现了科学合理的评价机构，以及养老金作为长期投资者的投资导向。

目 录

一、“枫叶 8+1”机构的基本情况.....	1
二、“枫叶 8+1”机构的公司治理.....	5
三、资产配置及地域配置的多元化	6
（一）大类资产配置多元化，特别是另类资产配置比较提高 ..	7
（二）地域配置多元化，分享其他国家和地区经济增长成果 ..	8
（三）最新财年报披露的投资回报率	9
（四）近一年投资收益表现受资本市场表现影响	10
（五）短期投资收益与配置变化的影响	14
四、基于基准和长期投资的考核与激励机制	17
（一）基于基准的考核评价	17
（二）基于长期投资的考核评价	17
五、启示.....	18

“加拿大模式”在全球机构资产管理中广受关注。此前，一些研究将资产规模最大的八家机构称为“枫叶八家（Maple 8）”¹，这些机构的资产管理能力最强，管理模式也最具代表性。本研究在可得公开资料的基础上，梳理了“枫叶 8+1”机构，其中，8 家规模较大的机构包括：加拿大养老金计划投资公司（Canada Pension Plan Investments，以下简称 CPPI）、魁北克储蓄投资集团（the Caisse de dépôt et de placement du Québec，以下简称 CDPQ）、安大略省教师养老金计划（Ontario Teachers' Pension Plan，以下简称 OTPP）、公共部门养老金投资委员会（Public Sector Pension Investment Board，以下简称 PSP）、不列颠哥伦比亚省投资管理公司（British Columbia Investment Management Corp.，以下简称 BCI）、阿尔伯塔投资管理公司（Alberta Investment Management Corporation，以下简称 AIMCo）、安大略市雇员养老金体系（Ontario Municipal Employees Retirement System，以下简称 OMERS）、安大略医疗系统养老金计划（Healthcare of Ontario Pension Plan，以下简称 HOOPP）；规模较小的“1”则为安大略公共服务雇员工会养老金计划（the Ontario Public Service Employees Union pension plan，以下简称 OPTrust）。本研究在阐述“加拿大模式”特点的基础上，将较为系统梳理“枫叶 8+1”机构的资产管理特点及近期动态。

一、“枫叶 8+1”机构的基本情况

从资产规模来看，CPPI 和 CDPQ 居前两位，最近财年的资产规模分别达到 5700 亿加元和 4019 亿加元（资产规模见图 1）。值得注意的是，截至本报告发布时，发布 2023 财年报的机构，财年日期均为前一年 4 月 1 日至今年 3 月 31 日；最新年报为 2022 财年报的机构，财年日期均与日历年度日期一致，即从 1 月 1 日到 12 月 31 日（各机构最新财年及财年日期见表 1）。

如果与加拿大 GDP（2022 年 2.78 万亿加元）相比，CPPI 和 CDPQ 的资产规模总和相约等于 2022 年加国 GDP 的 35%。如果横向与全球较大规模的主权养老基金相比，资产规模小于挪威全球养老基金（Government Pension Fund Global，以下简称 GPFG）1.93 万亿加元²、日本国民养老金（Government Pension Investment

¹ [2022 GIC coverage: Canada's Maple 8 pension funds outperforming peers on a global scale | Benefits Canada.com](#)

² [The fund | Norges Bank Investment Management \(nbim.no\)](#)，2023 年 7 月 20 日资产规模。

Fund, 以下简称 GPIF)1.89 万亿加元³、韩国国民养老金 (National Pension Service of the Republic of Korea ,以下简称 KNPS) 9343 亿加元⁴、我国社保基金 (National Council for Social Security Fund, PRC, 以下简称 SSF) 5525 亿加元⁵。

在加国养老基金资产规模最大的前 8 家机构中，处于第一梯队的 CPPI 和 CDPQ 资产规模高于 4000 亿加元，处于第二梯队的 OTPP、PSP、BCI 的资产规模大于 2000 亿加元，处于第三梯队的 AIMCO、OMERS、HOOPP 资产规模大于 1000 亿加元。本研究中将 OPTRUST 也纳入研究机构之列，其资产规模 250 亿加元（1366 亿元人民币），对国内许多规模在千亿人民币左右的基金具有一定参考价值。

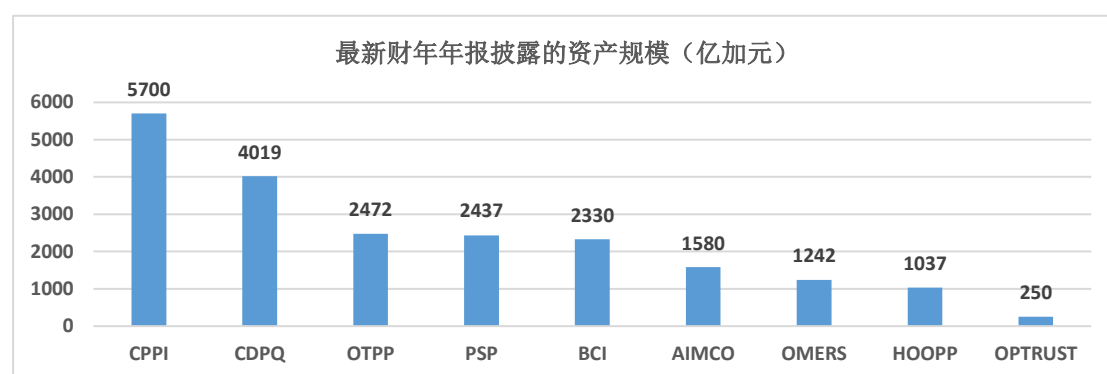


图 1 “枫叶 8+1”的资产规模

数据来源：各机构年报。

表 1 “枫叶 8+1”最新年报及财年日期

	机构及财年	财年日期
1	CPPI 2023	4. 1-3. 31
2	CDPQ 2022	1. 1-12. 31
3	OTPP 2022	1. 1-12. 31
4	PSP 2023	4. 1-3. 31
5	BCI 2023	4. 1-3. 31
6	AIMCO 2022	1. 1-12. 31
7	OMERS 2022	1. 1-12. 31
8	HOOPP 2022	1. 1-12. 31
9	OPTRUST 2022	1. 1-12. 31

数据来源：各机构年报。

再从资产规模与 GDP 的比较来看，仅本文所研究的 9 家养老基金管理机构的在管资产总规模已达到 2.11 亿加元，约相当于 2022 年加国 GDP 的 76%。虽

³ [annual_report_summary_2022_en.pdf\(gpif.go.jp\)](#), 2023 年 3 月 31 日资产规模。

⁴ [Top 100 Largest Public Pension Rankings by Total Assets - SWFI \(swfinstitute.org\)](#)

⁵ [全国社会保障基金理事会社保基金年度报告\(2021 年度\)-\(ssf.gov.cn\)](#), 2021 年末资产总额。

然，在管资产规模是一个累积的存量，GDP 是流量，通过比较，我们可以看到养老基金规模之大、影响之大。如果再从两者的增速比较来看，本文所研究的养老基金管理机构的十年年均增速都位于 7%-10%之间，而加国近十年 GDP 年均增速 1.8%（见图 2）。对于经济增速放缓、人口结构老化的经济体而言，加国养老基金管理机构的优异投资表现成为各国学习、研究的对象，在应对人口老龄化、保证退休生活水平、维持养老基金可持续性等方面具有重要意义。

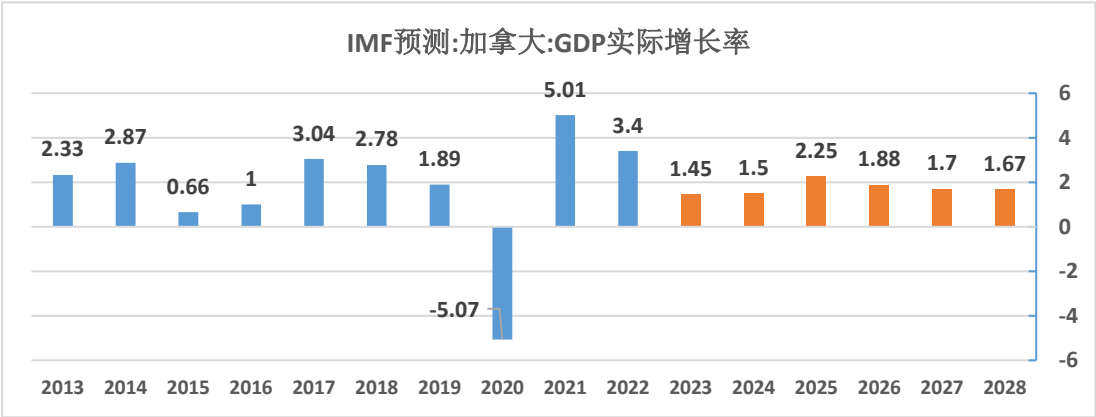


图 2 加拿大实际 GDP 增长率 (%)

数据来源：WIND。

“枫叶 8+1”机构长期投资业绩优异。在 9 家机构中，CPPI 的十年年投资收益达到 10%，PSP 达到 9.2%；另有 4 家的十年年化收益率超过 8%，包括 CDPQ、OTPP、BCI、HOOPP；OPTRUST、OMERS、AIMCO 超过 7.2%（见图 3）。相比较，挪威 GPFG 2022 财年末的十年年化收益率 6.7%，日本 JPIF 2022 财年末的十年年化收益率 3.59%， “枫叶 8+1”机构的业绩表现优于国际同业。

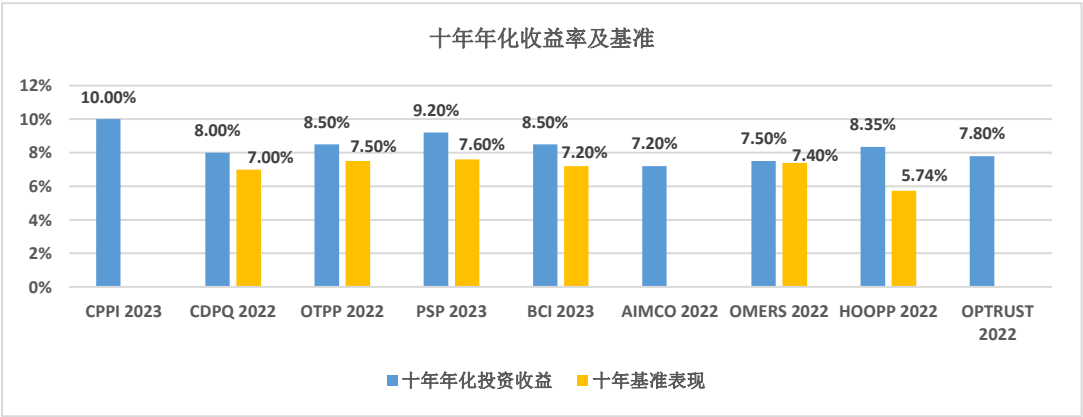


图 3 枫叶 8+1 的十年年化投资收益及与基准比较

数据来源：各机构年报。

然而，加国养老基金也是历经改革才成为如今表现优异的机构。世行研究报告⁶有一段大意为，“加国养老基金并非一开始就是个表现优异的孩子，而是经历了变革”。从成立历史来看，HOOPP、OMERS、CDPQ 成立于 20 世纪 60 年代，距今 60 年左右；OTPP、OPTRUST、CPPI、PSP、BCI 集中于 20 世纪 90 年代，当时也是加国养老基金可持续性存在疑问，各方争论、探讨，寻找改革方式和路径的起始阶段，从此至今正是加国养老金积极改革、探索的 30 年；AIMCO 成立于本世纪初的 2008 年（见图 4）。

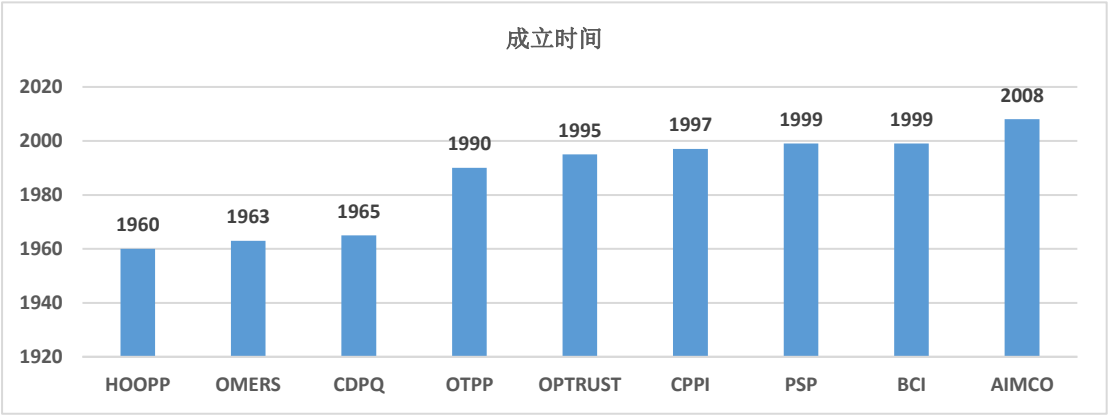


图 4 “枫叶 8+1” 成立时间

数据来源：各机构年报及 The Evolution of the Canadian Pension Model, <https://documents1.worldbank.org/curated/en/780721510639698502/pdf/121375-The-Evolution-of-the-Canadian-Pension-Model-All-Pages-Final-Low-Res-9-10-2018.pdf>。

“枫叶 8+1” 机构中，有些机构仅管理特定某只养老基金，例如，CPPI 专门管理 CPP 基金；有些则是集中投资管理，即单一公共资产管理公司代表多个公共养老金客户投资资产，始于 20 世纪 70 年代，例如，CDPQ 不仅管理最初的魁北克养老金计划（QPP），而是管理 48 个机构客户的养老基金和保险基金，AIMCO 管理 32 个机构客户的养老金、捐赠基金和政府基金，PSP 管理 4 个公共部门公共养老计划。

从所服务的自然人客户数来看，CPPI 管理的 CPP 计划是一个除魁北克省之外的全国计划，涉及 2100 万人。2023 年 1 月 1 日，加拿大总人口达到 3957 万人，20 岁及以上人口为 3030 万人，CPP 覆盖的人数超过 20 岁及以上人口的 2/3。

⁶ The Evolution of the Canadian Pension Model, <https://documents1.worldbank.org/curated/en/780721510639698502/pdf/121375-The-Evolution-of-the-Canadian-Pension-Model-All-Pages-Final-Low-Res-9-10-2018.pdf>。

表 2 “枫叶 8+1” 客户情况

	自然人客户 数（万人）	机构客户数 （个）	客户对象
CPPI	2100		管理 CPP 计划
CDPQ	600	48	主要管理魁北克省的公共和准公共部门的养老基金和保险基金
OTPP	33.6		管理安大略省教师养老金
PSP	90	4	管理 4 个公共养老计划：联邦公共服务养老计划、加拿大军队（正规军）养老基金，加拿大皇家骑警（RCMP）养老计划、加拿大军队（预备役）养老基金
BCI	71.5（养老金参与者）	31	管理 11 个公共部门养老计划、3 个公共部门保险基金、17 个特殊目的基金
AIMCO		32	管理养老金、捐赠基金、政府基金
OMERS	55.9	1000 雇主	管理安大略市政雇员、电力系统、交通系统等养老金计划
HOOPP	43.96	646	管理安大略省医护系统的养老金
OPTRUST	10.67		管理安大略公共服务部门养老金

资料来源：各机构年报。

所谓的“加拿大模式”，可以概括为：至少有一个公共部门发起人或发起人的公共养老金计划或公共资产管理公司，具有相对独立的治理机制、专业的内部投资管理团队、资产类别和地域配置的多元化、基于基准及较长期的投资考核与薪酬原则。本研究将结合各机构年报展开讨论。

二、“枫叶 8+1” 机构的公司治理

公司治理是实现优秀的业绩表现非常重要的一环。加国养老基金管理机构普遍具有较为独立、透明的治理机制。

对于大多数（尽管不是全部）加拿大领先的公共养老金机构，政府都是其发起人。例如，CDPQ 由魁北克的政府建立，AIMCo 由阿尔伯塔省政府建立，OTPP 和 OPTrust 由安大略省政府共同发起，CPPI 由联邦政府和 10 个省级政府共同发起设立；BCI 和 PSP 也由政府发起。但是，加国养老金机构普遍与政府及工会和雇主保持一定的距离，使养老基金的日常管理保持相对独立。例如，CPPI 在年报中陈述“我们对议会及联邦和省级部长负责。然而，我们的管理独立于 CPP 本身，并与政府保持一定距离。⁷”

⁷ 原文为：We are accountable to Parliament and to federal and provincial ministers who serve as the CPP stewards. However, we are governed and managed independently from the CPP itself, and operate at arm's length from governments.

值得注意的是，信任是独立的先决条件。政府和公众只有信任一个机构时，才会授予其较大范围的自治权，而独立不是一次性授予的，是在养老金机构与政府和公众持续的建设性的对话中达成的。而且，所谓独立的公司治理实际上建立在较为健全的立法基础之上，CPPI、OTPP、AIMCo、CDPQ 和 OPTrust 都有相应立法条款，通过对组织使命，董事会任命等特定过程和规则的制定，既使外部较少干预经营管理，又使经营管理行为合规和令利益相关方信任。CPPI 的立法框架是准宪法的，任何修正案都不仅需要得到联邦部门的同意，还需要代表加拿大 2/3 人口的 2/3 省份的立法机构的同意。

“枫叶 8+1”机构都对使命有清晰的描述，所有运营管理都围绕使命来进行。

“枫叶 8+1”机构虽然具有养老基金管理者的共性，但是在机构使命上，仍不尽相同。例如，OTPP 和 AIMCo 严格关注资产管理；HOOPP 和 OPTrust 也负责养老金给付，因此，专注资产负债表的资产和负债管理。CDPQ 比较特别，具有双重使命（dual mandate）——既寻求资本回报最大化，又服务于魁北克省的经济。使命奠定了不同机构的运作模式和重点，也决定了各组织的投资任务有所不同，AIMCo 专注于最大化长期风险回报；HOOPP 和 OPTrust 的投资目标集中在养老金给付或负债管理上。

在公司治理中，透明的公开报告非常重要，在加国养老基金中得到较好体现，在各机构网站上很容易找到季报、半年报、年报的信息，这些公开报告中对公司治理架构、使命、投资目标、投资管理体系、部门投资业绩、薪酬激励、风险管理体系、估值方法、以及一些专题（如货币对冲观点等）等都有较为系统的披露。此外，财务报表、独立的审计师报告和精算报告等也都可以在公开的平台查询到。一些机构还将相关内容精心设计，以与各种各样的利益相关者进行沟通，从计划成员到雇主、赞助商、记者、监管机构和与养老金机构合作私人实体等。

三、资产配置及地域配置的多元化

养老基金普遍具有可投期限较长、规模较大、资产确定性较高的优势，随着时间推移和经验积累，养老基金在内部专业知识、专家合作伙伴和基于风险管理的全组合视角的投资方法等方面都具有优势。不断进化多元化资产配置方法，包括对大类资产配置的多元化和对地域配置的多元化，创造了较好的中长期投资业绩（十年年化投资收益，见图 3）。

（一）大类资产配置多元化，特别是另类资产配置比较提高

加拿大模式的特点之一是大类资产配置多元化。虽然各家机构所定义的大类资产内涵可能有所不同，但是，“枫叶 8+1”的资产配置范围都基本涵盖了全谱系的大类资产。例如，CPPI 配置的大类资产包括公开市场股票、私募股权、固定收益、信用投资、房地产、基础设施；PSP 投资于股票和政府债券、私募股权、信用投资、房地产、基础设施、自然资源（见表 3）。

加拿大模式以投资房地产、基础设施和私募股权等另类资产类别而闻名。近年来，机构投资者对另类投资的配置越来越重视，但加拿大模式实际上在 20 世纪 90 年代和 21 世纪初就开始这一配置趋势。“枫叶 8+1”机构普遍有较高的另类资产配置比例。例如，CPPI 的另类配置比例达到 74%，OTPP 达到 66%，PSP 达到 60%。OMERS 和 OPTRUST 在基础设施的投资在总组合中占比分别达到 21%和 16%（见表 3）。

此外，“枫叶 8+1”机构中多数具有较高的股权配置比例，例如 CPPI 股债比达到 85:15。HOOPP 是个例外，由于采取负债对冲组合（Liability hedge portfolio）和回报追求组合（Returnseeking portfolio），为了较好地进行流动性管理，而具有较高的固定收益投资，固收在总组合中占比 54%，大幅高于其他机构。

加国养老基金的多元化配置得益于对于投资限制的松绑。2005 年，取消了持有外国财产（包括非居民实体发行的股份或债务）不得超过养老金计划资产 30%的《外国资产持有规则（Foreign Property Rule）》。2010 年，取消了对资源和不动产等投资 5%、15%和 25%的数量限制，允许加拿大养老基金在加拿大以外投资更广泛的资产。允许养老基金在投资中持有更多的所有权份额，作为资产所有者扮演更积极的角色，更自由地投资于多个资产类别。这些投资限制的放松也促成了养老基金从“用脚投票”到“用手投票”的转变，从原来对被投公司不满就卖掉股权一走了之，到通过董事会投票对被投公司的治理产生积极而长期的影响，也使得很多养老基金成为大公司的大股东。

表 3 “枫叶 8+1”最新财报披露的大类资产配置

机构	资产类别							
CPPI	股票	私募股权	固定收益	信用投资	房地产	基础设施		
1.3%, 10%※	24	33	12	13	9	9		
CDPQ	固定收益	实物资产	股票股权					
-5.6%, 8%	29.7	25.5	44.8					

OTPP	公开股票	私募股权	固定收益	通胀敏感	房地产	基础设施	创新	信用、绝对收益	融资
4%, 8.5%	9	24	35	20	11	11	3	16	-14
PSP	股票、政府债	私募股权	信用投资	房地产	基础设施	自然资源			
4.4%, 9.2%	40.4	15.3	10.7	13.1	12.1	5			
BCI	公开固收	公开股票	房地产股票	私募股权	基建与可再生能源	房地产债	融资		
3.5%, 8.5%	35.9	28.3	16.8	13.2	10.4	3.7	-8.4		
AIMCO	公开股票	货币市场、固收	私募市场	其中，私募股权占%	私募股权	实物资产			
-3.4%, 7.2%	31	28	41	21.44%	8.79	32.21			
OMERS	股票	信用投资	债券	私募股权	基础设施	房地产	现金及融资		
4.2%, 7.5%	23	21	8	18	21	17	-8		
HOOPP	固定收益	股票	实物资产	另类投资	衍生品	可收投资	现金		
-8.6%, 8.35%	54.2	23.7	12.4	2.6	1.5	1.57	4.1		
OPTRUST	公开股票	私募股权	信用投资	多策略	房地产	基础设施	大宗商品	其他	
-2.2%, 7.8%	11.8	16.1	9.8	10.9	18.9	16.1	1.9	0.2	

※各机构的最近财年 1 年收益率和 10 年年化收益。

数据来源：各机构年报。

（二）地域配置多元化，分享其他国家和地区经济增长成果

加国养老基金在地域上普遍进行多元化配置，并且，随着时间的推移，不断减弱其“本国偏好（home bias）”，加大对境外投资比例，特别是在固定收益资产以外的资产类别上加大境外投资占比。考虑到加拿大国内市场本身的有限规模，国际投资的趋势仍会继续。

从各机构最新披露的年报来看，CPPI 的境外配置比例达到 86%，OMERS 和 CDPQ 均为 75%左右，BCI 为 70%左右，OTPP 和 OPTRUST 为 67%左右，AIMCO 为 57%左右（见图 5）。由于境外投资要求投资团队对当地市场有深入了解或是与当地投资机构有密切合作，因此，境外配置比例与各机构设立年限、队伍搭建都有关系。

从历史角度看，这些机构逐渐加大对境外资产配置。以 CPPI 为例，由刚成立时全部投资于加拿大境内，逐渐演变为仅不足 15%投资于加拿大境内。这种境外配置，可以使养老基金获得更多优秀的投资机会，获益于其他国家和地区的经

济发展红利。

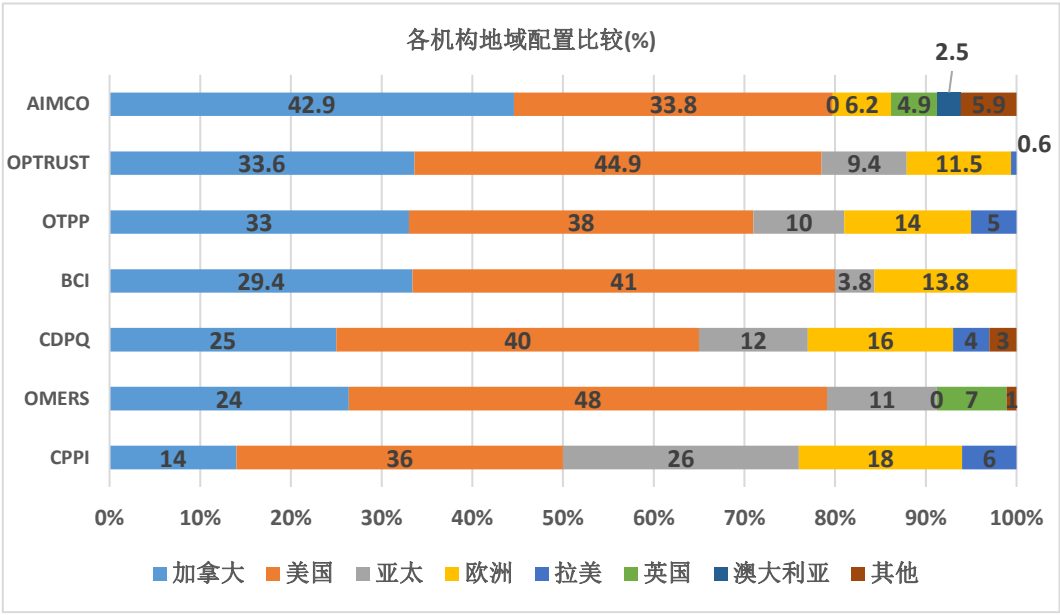


图5 “枫叶 8+1” 最新财报披露的地域配置情况

数据来源：各机构年报。

（三）最新财年报披露的投资回报率

从最近一年的投资收益来看，9 家机构中，投资收益为正的机构有 5 家，PSP 为 4.4%，OMERS 为 4.2%，OTPP 为 4%，BCI 为 3.5%，CPPI 为 1.3%。有 4 家机构的近一年投资收益率为负，其中 HOOPP 为-8.6%，CDPQ 为-5.6%，AIMCO 为-3.4%，PSP 为-2.8%（见图 6）。但是，这样的业绩仍好于多数国际同业，挪威 GPFG 在 2022 财年投资回报为-14.1%。

各机构最近一年投资收益率均低于十年年化投资收益率，且普遍差距较大。差距最大的 HOOPP 达到 16 个百分点，差距最小的 OMERS 也达到 3.2 个百分点。

而且，与近一年的投资基准相比，也有机构实际投资业绩不及基准，其中，OMERS 比基准低 3 个百分点。说明主动管理贡献为负。

从大型机构投资者在经济金融危机中的投资业绩表现来看，一年的投资业绩并不一定会形成趋势，大多数机构由于采取严格的投资纪律，如再平衡等，投资业绩会在危机之后有较大反弹，例如，2008 年时 GPFG 投资收益为-23.3%，而在 2009 年投资收益率达到 25.62%。

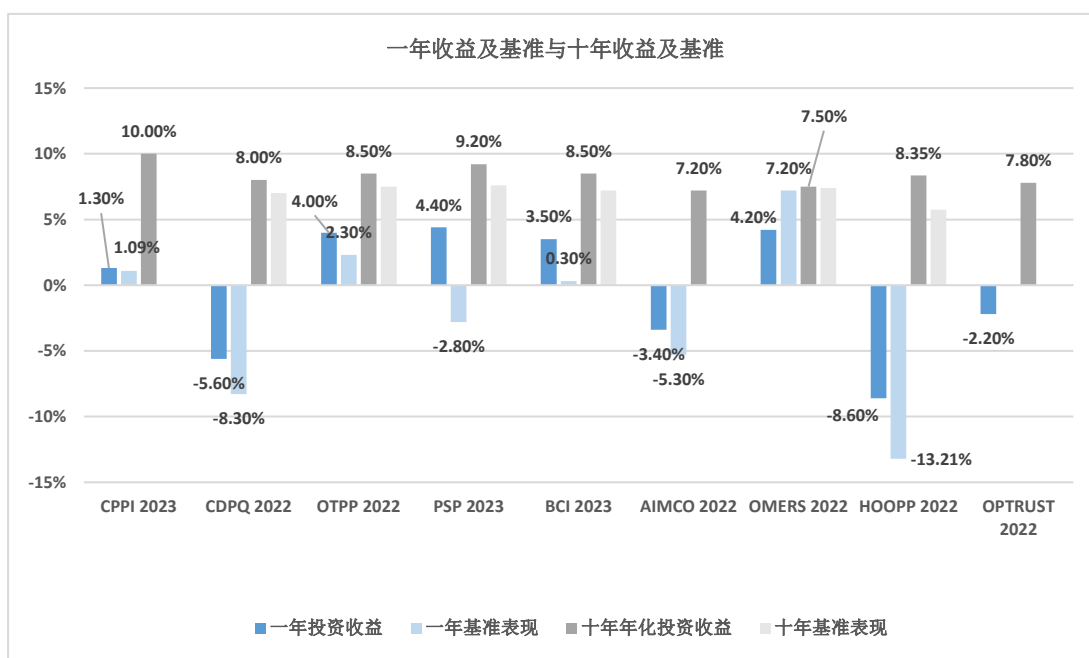


图6 “枫叶8+1”最近财年投资收益率与十年年化投资收益率比较

数据来源：各机构年报。

（四）近一年投资收益表现受资本市场表现影响

新冠疫情导致的供应链问题以及乌克兰危机导致的能源价格飙升，2022年全球主要发达经济体普遍经历了较高的通胀水平。2022年年中，美国消费者价格指数峰值达到9.1%，加拿大8.1%，英国11.1%，欧元区10.6%（图7）。通胀率的飙升，引发了各国央行迅速提高利率和采取量化紧缩措施来收紧货币。

从2022年3月到12月底，美联储将关键利率从目标利率区间的0.25%上调至4.50%（图8）。英国和欧元区也经历了政策利率的快速提升。

截至2021年，美国10年期国债利率约为1.50%，但在2022年秋季一度超过4.20%，是自2008年以来的最高水平，2022年底降到3.90%左右（图9）。英国、加拿大10年期国债经历了相同的走势。债券收益率的飙升导致了债券价值的下跌。我们看到对固收配置比例较高、超过54%的HOOPP的总组合经历了超过8%的回撤。

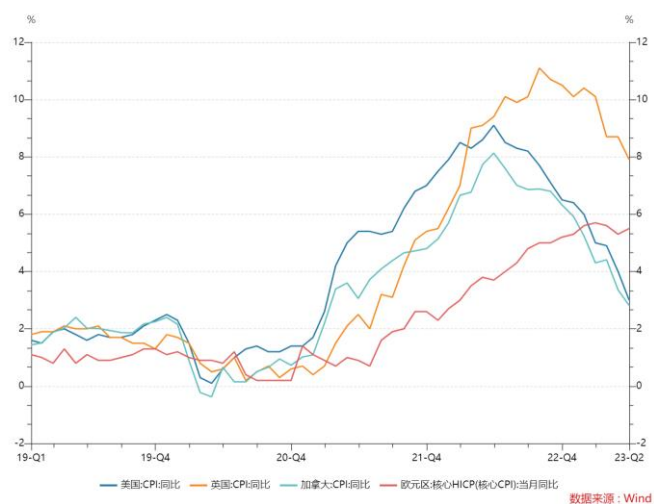


图7 主要发达经济体通胀水平大幅上涨

数据来源：WIND。

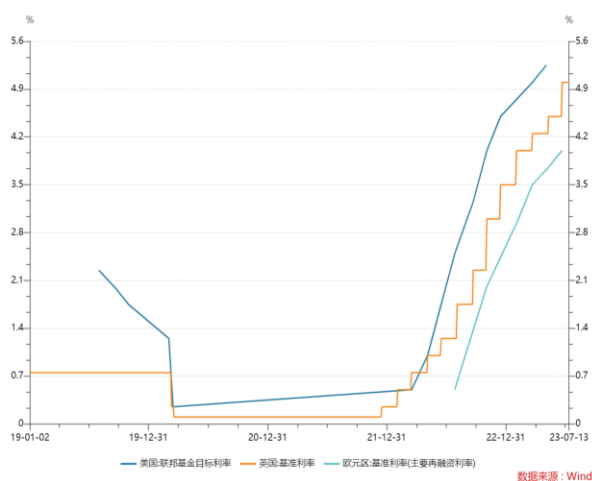


图8 主要发达经济体政策利率急速上行

数据来源：WIND。



图9 主要经济体10年期国债收益率

数据来源：WIND。

鉴于全年的通胀压力，公开市场股票受到投资者信心动摇以及大多数发达经济体的央行利率急剧上升的负面影响（图 10）。一些养老基金采取负债驱动投资策略（LDI），不得不追加保证金通知，被迫出售债券以筹集资金，加速了股价下跌。2022 年股债双跌是养老基金近一年投资收益普遍较弱的重要原因。



图 10 全球主要股票市场表现

数据来源：WIND。

2022 年，对投资组合有正面贡献的大类资产包括大宗商品、加元币值、与科技相关的私募股权、基础设施投资。一是与需求反弹相关的大宗商品价格大幅上涨（图 11），使得较多配置该类资产的组合受益。二是境外投资最终要折算回加币记账，所有资产类别的外国资产都受益于加元对大多数货币的贬值，尤其是美元（图 12）和欧元，货币收益部分抵消了投资资产的负收益。三是在新冠肺炎疫情的影响下，人们对科技产品和服务的需求增加，使相应私募股权资产类别受益。四是基础设施具有抗通胀性质，且由于疫后全球经济活动的反弹，对长期基本基础设施服务的需求有所增加，使基础设施投资有较好回报。PSP、OMERS、OTPP 配置了较高的基础设施比例，是其总组合投资表现相对同业较

好的原因之一。然而，在另类投资中，房地产市场由于政策利率上升而下行（图 13），特别是商办型房地产投资由于疫后远程与现场办公相结合的办公形式而受到较大冲击。

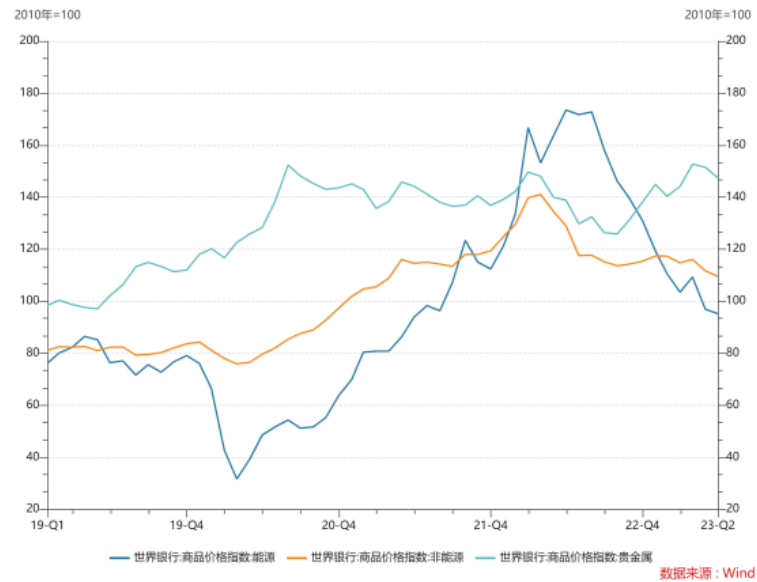


图 11 大宗商品市场表现

数据来源：WIND。

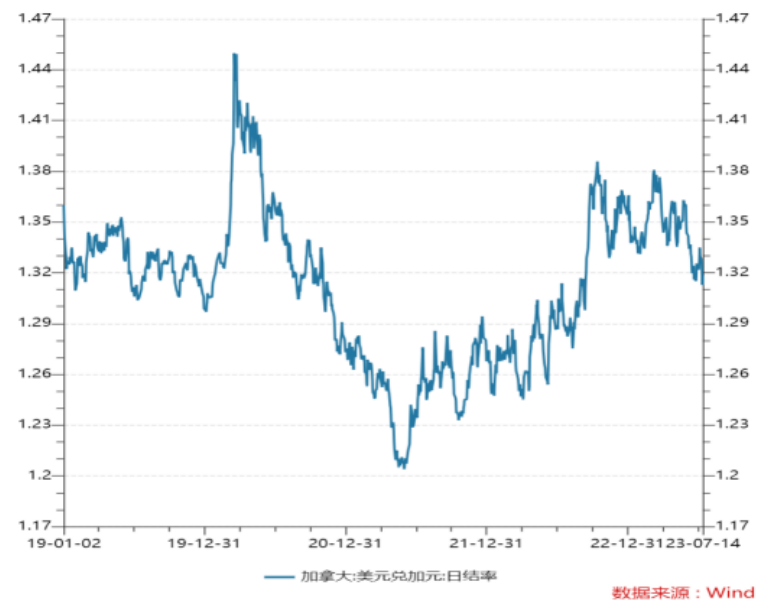


图 12 加元兑换美元汇率

数据来源：WIND。

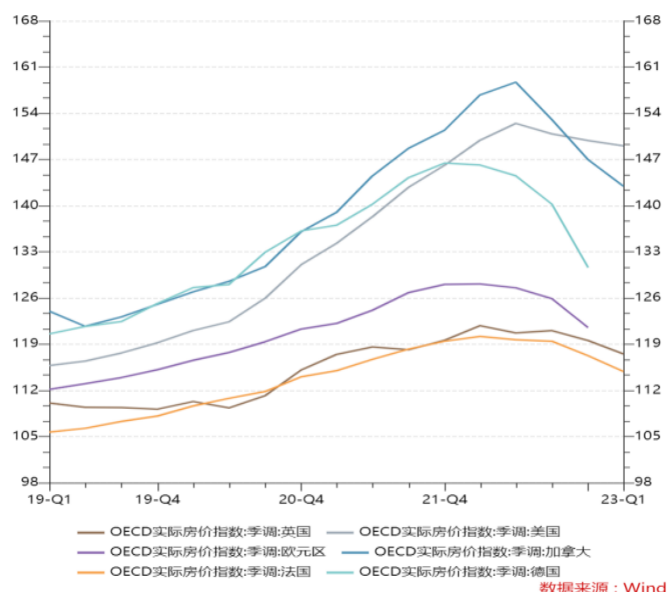


图 13 主要发达经济体的实际房价指数

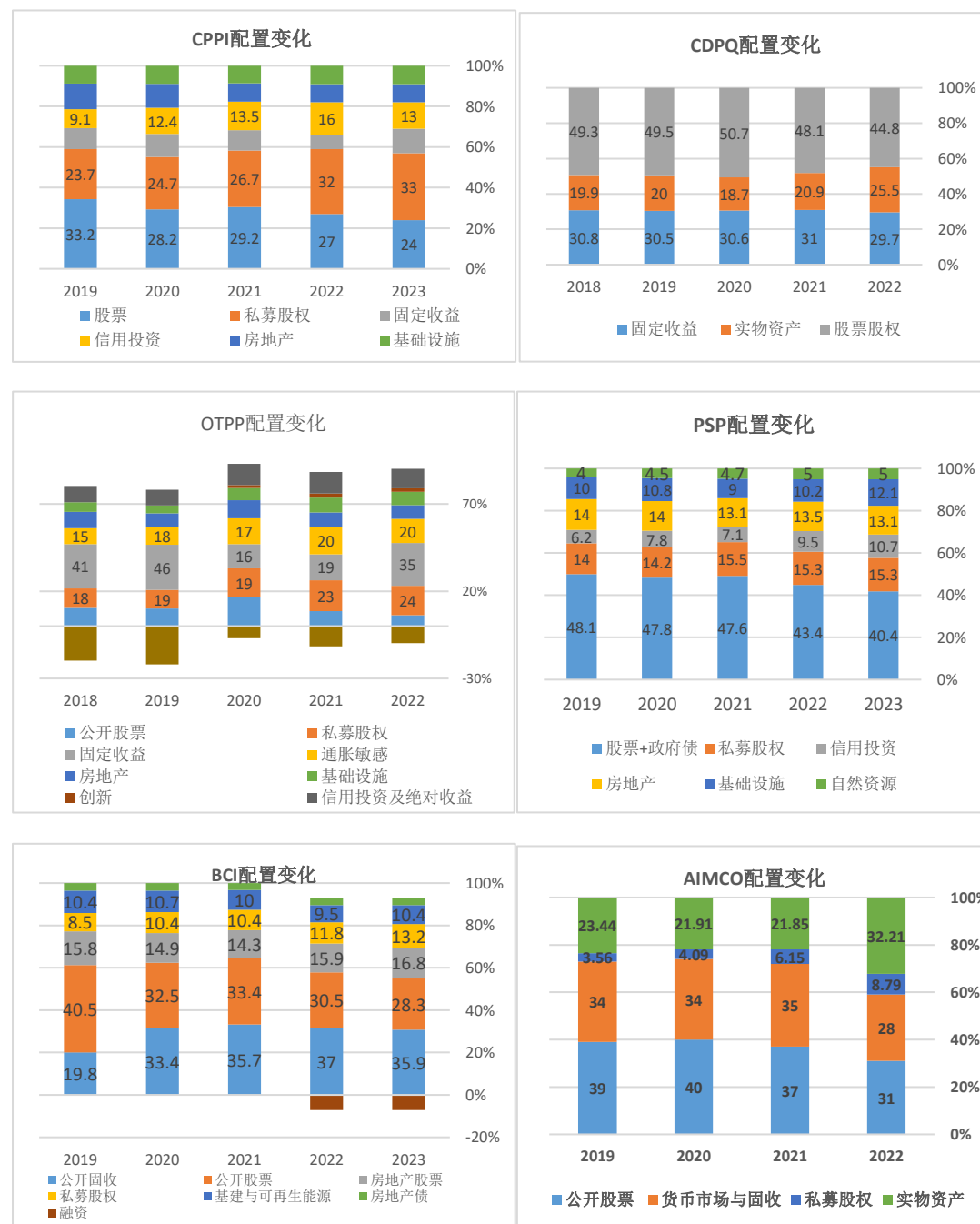
数据来源: WIND。

(五) 短期投资收益与配置变化的影响

本研究梳理了“枫叶 8+1”机构近五年的配置调整（图 14），作为一个分析短期收益的视角。CPPI 增加了私募股权、信用投资的配置，减少了公开市场股票的配置。CDPQ 增加了实物资产配置，降低了股票股权配置。OTPP 增加了私募股权和通胀敏感资产的配置，虽然 2022 年增加固收配置，但仍低于 2019 年水平。PSP 降低了公开市场、房地产配置，提高了私募股权、信用投资、基础设施、自然资源配置。BCI 降低公开市场股票配置，提高了公开市场固收、私募股权的配置。AIMCO 增加了私募股权、实物资产的配置，降低了公开股票、货币市场与固收的配置。OMERS 降低了股票、债券、信用投资的配置（但是 2022 年对信用投资和债券投票有所恢复），增加了私募股权、基础设施的配置。HOOPP 增加了实物资产配置，在 2021 财年及之前持续降低固收与股票股权的配置，但在 2022 财年增加了固收配置至 54.2%，并降低了股票股权配置，增加了对现金资产的持有。OPTRUST 提高了公开股票、私募股权、信用投资、房地产、基础设施配置，降低了多策略配置。

一年投资收益表现较好的几家机构，如 PSP、OMERS、CDPQ、BCI、CPPI 都增加了对私募股权的配置，增加了基础设施和自然资源配置。投资收益为负的几家机构，特别是 HOOPP 进一步增加了固定收益的配置且达到总组合一半以上。

但是，正如我们下文将要论述的，评价投资业绩要与其基准相比，而基准的确定是由机构使命、机构运作重点决定的，例如 HOOPP 成立 60 多年，在职人员与退休人员比例显著下降，由 2002 年的 2.7:1，降至 2022 年的 2.1:1，机构确定了负债管理组合与利润追求组合，而负债管理组合主要由固收资产构成，因此，对业绩评价应进行综合考虑分析。



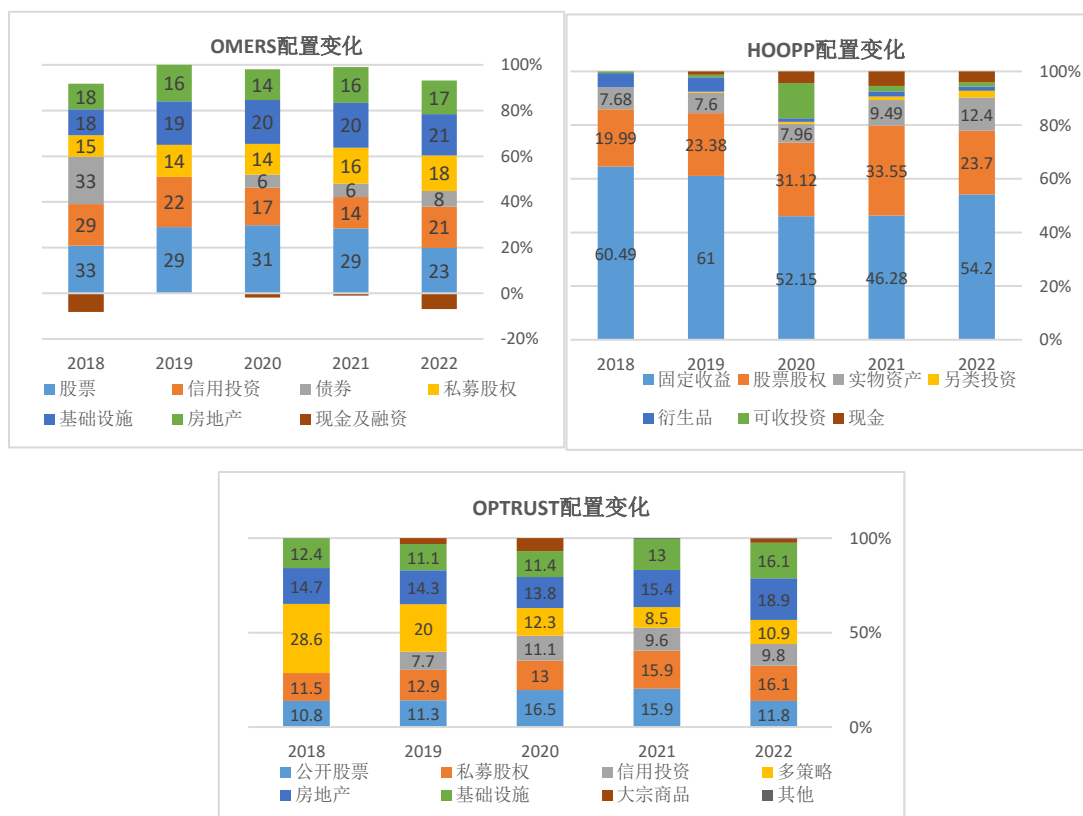


图 14 枫叶 8+1 机构近五年大类资产配置变化

资料来源：各机构近五年年报。

值得注意的是，疫情及经济金融危机对养老基金冲击较大，往往会对养老基金的投资管理带来一些反思、讨论和改变，我们可以继续跟踪跟进。此外，一些养老计划由于在职成员与退休成员的比例下降，计划趋于成熟，越来越重视负债端及流动性的管理，一些机构已将日常管理重点由获取投资收益转变为负债驱动的管理（LDI）和成员驱动的管理（MDI）。

关于外币对冲，比较几家机构的表述，有几点观察：一是多数机构进行外币对冲（见表 4）。例如，OPTRUST 认为，从长期来看外币并不能支付风险溢价，却增加了组合的波动性，因此，对冲大部分的外币敞口。CPPI 也改变了原来一直主张的自然对冲策略，改为部分对冲，以降低外汇币值波动对短期本币计价的投资收益的影响。二是多数机构都考虑对冲成本与收益，进行综合权衡。多数机构考虑到对冲成本，对发达国家货币进行对冲；而由于新兴市场货币对冲成本较高，不对冲新兴市场货币，例如，CDPQ 和 OPTRUST 都提及不对新兴市场货币进行对冲。三是多数机构增加外币对冲操作，以降低组合波动性；但是也有机构减少外币对冲操作，例如 OMERS 提到将逐渐提高外币敞口，将外币敞口由 2019

年的 8%，提高到 2021 年的 42%，再提高到 2022 年底 47%。

表 4 对外币对冲的态度

机构	是否对冲	部分对冲	备注
CPPI	是	是	改变原来的自然对冲策略
CDPQ	是	是	只对冲发达经济货币，不对冲新兴市场货币，后者对冲成本太高
OTPP	是	是	
PSP	是		
OMERS	是	是	逐渐提高外币敞口，2022 年底达 47%
HOOPP	是		对冲到外币敞口小于总组合的 10%
OPTRUST	是	是	大部分对冲，2022 年底外币敞口不足总组合的 22%

资料来源：各机构年报。

四、基于基准和长期投资的考核与激励机制

（一）基于基准的考核评价

一是基于基准相对值（投资收益率）的评价，体现为实际投资组合相较于基准，超越/低于基准的点数。例如，上文提到的投资组合的一年投资收益与基准收益率的比较，投资组合的十年年化投资收益率与基准的十年年化收益率的比较。HOOPP 在 2022 财年的总组合回报为-8.6%，但是基准的回报水平为-13.21%，实际组合回报仍然超越基准 4.61 个基点，这意味着在市场环境不佳的情况下，HOOPP 的投资管理仍然取决好于市场的表现。同样，OTPP 在 2022 财年的总组合净回报率为 4%，与基准回报率 2.3%相比，超越 1.8 个百分点；自成立以来，总组合净回报率 9.5%，基准回报率 7.8%，超越基准 1.7 个百分点。

二是基于基准绝对量（投资收益金额）的评价，较常用的指标是“加元价值增值（Dollar Value Added, DVA）”，即实际投资组合投资收益金额高于/低于基准组合投资收益金额的差额部分。例如，CPPI 的总组合在 2023 财年的 DVA 为 20 亿加元，近 5 年的累计 DVA 为 68 亿加元，从金额上体现主动管理的成果。BCI 的总组合在 2023 财年 DVA 为 46 亿加元，过去 5 年的 DVA 为 105 亿加元，过去 20 年 DVA 为 195 亿加元，相当于 2023 财年末总资产规模（2330 亿加元）的 8.4%，这即是总组合管理超越基准的部分对资产积累的贡献。

（二）基于长期投资的考核评价

合理的、具有竞争力的薪酬激励体系是实现加拿大模式的重要保障。梳理“枫叶 8+1 机构”的薪酬激励机制，具有两个主要特征：

一是将个人奖金与总组合表现挂钩，使个人能够更好地围绕在实现机构使命上。CPPI 的总组合表现在个人奖金中占比 30%，OTPP 的总组合占比 40%，PSP 的总组合表现占比达 60%。而且，多数机构中高管团队的奖金受到总组合表现的影响比例比普遍员工更高。个人奖金除了与总组合表现挂钩，还与部门表现挂钩，在 CPPI 的个人奖金中，部门表现占 30%；在 PSP，部门表现占 40%，PSP 雇员的个人奖金甚至不与个人表现挂钩，只与总组合表现和部门表现挂钩（表 5）。

二是较长的考核期限，以避免个人倾向于支持短视的投资行为。不同机构的考核期限不尽相同，在作者梳理资料中，对总组合考核的期限有 4 年、5 年、7 年、10 年（表 5）；对部门表现的考核期限，OTPP 和 OPTRUST 也不针对当年，也是考核过去 4 年的部门表现，避免部门层面投资短视化。通过考核体现养老基金的“长钱”特征，体现养老基金管理机构所持有的“长期投资”理念。

大多数加国养老金机构，除了为雇员和高管提供有竞争力的薪酬外，也为其董事会成员提供有竞争力的薪酬，以使其董事会能够与私人部门的董事会竞争人才，并帮助确保董事会成员投入足够时间、履行治理职责。

表 5 总组合表现在个人奖金中占比及考核期限

机构	总组合表现			部门表现		个人表现
	相对于参考组合的超额收益 75%	相对于参考组合的绝对收益 25%	在奖金中占比	考核期限	在奖金中占比	在奖金中占比
CPPI	5 年	5 年	30%		30%	40%
PSP	10 年	7 年	60%		40%	0
OTPP	4 年		40%	4 年	40%	20%
AIMCO	4 年	4 年				
OPTRUST	4 年			4 年		

资料来源：各机构年报。

五、启示

作为加拿大模式代表，“枫叶 8+1”机构取得了优异的长期投资业绩，增强了养老计划的可持续性，其运作模式具有一定借鉴意义，可以总结为以下几点：一是相对独立的治理模式，使机构的日常运作不受外界影响，发起人和计划成员及雇主通过立法框架的形式对机构进行监督约束，机构也提供公开透明的信息，如年报、季报等，与利益相关方沟通。二是多元化的配置模式，包括资产类别多

元化以降低风险，以及地域配置多元化以获得其他国家和地区的增长红利，根据机构使命来制定相应的投资计划，并且结合市场环境变化对配置结构进行调整。

三是合理的评价考核激励机制，基于基准对投资业绩进行评价，在激励机制中使个人动机与机构目标相一致，在考核期限中体现长期主义的投资理念，发挥养老基金作为长钱、大钱的优势。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。