



NIFD

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

NIFD季报 主编:李扬

机构投资者的资产管理

杜邢晔
文潇

2025年10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、全球数字资产、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、宏观杠杆率、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、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。其中，“全球数字资产”“宏观杠杆率”报告保持季度发布（每季度结束后第二个月推出），其他领域报告调整为半年度发布（半年度报告于每年7月份推出，年度报告于下一年度2月份推出）。《NIFD季报》在实验室微信公众号和官方网站同时推出。

加拿大 CPPIB 资产配置与投资运营情况简析

摘要

本期报告我们研究分析加拿大最大的养老金投资管理机构——加拿大养老金计划投资委员会（Canada Public Pension Investment Board，简称“CPPIB”）。CPPIB 成立于 1997 年，专门负责加拿大养老金计划资金（Canada Pension Plan，简称“CPP”）的投资管理。经过二十余年的发展，该机构资产管理规模已超 7,000 亿加元（约 3.5 万亿人民币），是全球最大的养老金之一。

CPPIB 构建了层次清晰、职能明确的资产配置框架，分为最低风险要求组合、参考组合与战略组合三层。最低风险要求组合是实现 CPP 长期财务可持续性所需的最小市场风险组合；参考组合体现董事会在承担合理风险前提下，完成最大化财务回报所能接受的风险组合，亦曾长期作为总组合业绩评估基准；战略组合则以参考组合确立的风险水平为基础，作为 CPPIB 表达自身分散化投资理念的载体。

CPPIB 的养老金投资组合有两大显著特征：一是境外资产占比极高，并未过度强调本土投资偏好。此举不仅从理论上有助于有效对冲加拿大本国经济发展可能滞后于全球其他地区的风险，且从长期历史业绩来看，也为加拿大国民带来了全球范围内的资本收入红利，显著增厚了养老金储备；二是投资组合中股权占比较高，基础 CPP 的参考组合权益类资产目标配置比例高达 85%。CPPIB 充分利用自身长期资本的禀赋优势，在厘清了自身负债端的缴费收入、支付义务与风险容忍度的情况下，并未过分在意股权类资产可能带来的短期净值波

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
机构投资与资产配置研
究中心主任

对外经济贸易大学国际
发展合作学院副教授

● 文潇

国家金融与发展实验室
特聘高级研究员

弘源泰平资产管理有限
公司创始合伙人

【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

保险业运行

机构投资者的资产管理

动，而是关注自身法定使命，为加拿大国民获得更好的长期收益。

长期看 CPPIB 投资业绩较好完成了自身职责，但近年来相比于参考组合的大幅超额亏损，则一定程度提示资产持有者机构投资者在设定自身投资哲学与做出配置决策时需更为审慎。以规避看似单次微小的决定可能产生深远重大的不利影响。

目 录

一、引言.....	1
二、资产配置与组合构建.....	1
(一) 配置流程与目标设定.....	1
(二) 资产配置与实际组合.....	4
三、投资组合业绩.....	13
(一) 与精算目标收益率比较.....	13
(二) 实际组合与参考组合比较.....	13
(三) 负超额收益分析.....	16
四、总结与借鉴.....	20

一、引言

截至 2025 财年末（2025 年 3 月 31 日），CPPIB 所管理的投资组合净资产总计约为 7,144 亿加元，按当期汇率折合约 5,000 亿美元。管理资产规模相当于 2024 年度加拿大 GDP 总量的 22%，是世界上最大的养老金之一。

回顾历史，CPPIB 规模自 1999 年启动投资以来持续快速增长。相较于 1999 年 447 亿加元的初始规模，二十余年间体量已增长约 16 倍，增幅达 6,700 亿加元。从增长来源看，累计投资收益约 5,070 亿加元，贡献了净资产规模增幅的 75%。累计净缴费结余约为 1,625 亿加元，贡献了净资产规模增幅的 25%左右。由此可见，有效的长期投资对保障国民养老金的长期财务可持续性至关重要。

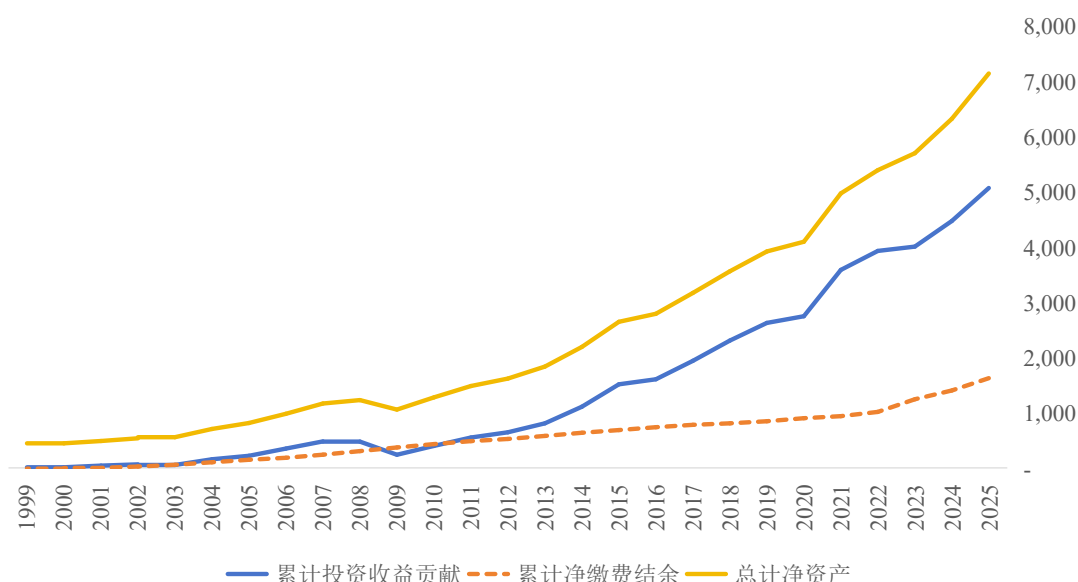


图 1 CPP 净资产变化与贡献归因（单位：亿加元）

备注：CPPIB 的财务年度周期为上一个自然年的 4 月 1 日至本年度的 3 月 31 日。

二、资产配置与组合构建

（一）配置流程与目标设定

根据《CPPIB Act》，CPPIB 的法定投资目标是在承担合理风险的前提下最大化财务回报，服务于 CPP 的受益人。

投资收益目标的下界设定是基于加拿大首席精算师办公室（Office of Chief Actuary，简称“OCA”）每三年对基础 CPP 和补充 CPP 的长期财务可持续性进行

独立的精算评估。最新一期的精算报告于 2022 年 12 月发布。报告显示，截至 2021 年底，若按现行法定缴费率保持不变，且基础 CPP 能够实现净年化实际收益率（即扣除加拿大年化通胀率后）3.69%或更高，补充 CPP 能够实现净年化实际收益率 3.27%或更高，则两者均能保持长期（75 年）财务可持续性。因此，对于 CPPIB 而言，两个 CPP 账户的实际收益率下界分别是 3.69%与 3.27%。

在风险约束方面，CPPIB 董事会用一年期潜在损失（one-year potential investment loss）作为管理指标。对基础 CPP 投资组合，董事会要求一年期潜在损失指标区间为 14—18%；对补充 CPP 组合，指标区间为 10—13%。CPPIB 对一年期潜在损失的定义与常用的风险指标 Value-at-Risk 接近——在任何一个一年的时间窗口内，在 95%的概率下，投资组合的亏损幅度所不会超出的边界值。

从配置流程上看，CPPIB 的组合构建共分为以下几步：

确定最低风险要求组合（Minimum level of market risk）。

该组合基于每三年一期的 OCA 精算评估报告所提供的信息，并结合 CPPIB 内部对各类资产收益预期的判断进行构建。为确保 CPP 的长期财务可持续性，投资组合需承担一定的市场风险，以实现精算所要求的收益率。最低风险要求组合，即为 CPPIB 预期能够实现精算要求收益率的最小市场风险组合。

组合成分包括公开市场股票与债券。市场风险水平通过股票类资产的配置比例刻画——股票配置比例越高，意味着所承担的市场风险也越大。

确定参考组合，亦被称作目标风险组合（Targeted level of market risk，或 Market risk targets）。

根据法定投资目标，CPPIB 应在承担合理风险的前提下，最大化财务回报。因此，在由最低风险要求组合实现精算所要求的最低预期收益率之后，CPPIB 需依据自身对宏观经济和资本市场的风险评估，设立在可接受风险水平下预期收益最大化的投资组合，该组合被称为参考组合或目标风险组合。CPPIB 董事会在设立参考组合时遵循的原则是，组合结构应清晰简明，且可通过公开市场指数表达并适用于被动投资。因此，参考组合的主要成分为公开市场股票和债券。

参考组合在配置层面的主要职能有两个方面：一是董事会通过参考组合衡量和表达对基础 CPP 与补充 CPP 投资组合的风险偏好和收益预期（股票配置比例

越高，表明董事会对组合的风险偏好越强或对预期收益要求越高)；二是参考组合作为基准，用来评估基金的长期投资业绩和整体投资工作的价值创造。

与最低风险要求组合相似，董事会每三年至少需对基础 CPP 和补充 CPP 的参考组合进行一次审定，并结合每三年一次的 OCA 精算评估报告更新信息。

设定战略组合 (Strategic Portfolio)

在参考组合的基础上，CPPIB 董事会将进一步构建资产类别更为丰富的战略组合。CPPIB 的投资理念中特别重视多元化与分散化，坚信分散化投资能有效缓释下行风险并提升长期收益。战略组合正是 CPPIB 践行其分散化投资理念的具体体现。这种多元化并非停留在资产标签层面，而是更深入解析影响每类资产价格变动的经济因子（如增长因子、通胀因子、实际利率风险因子），并衡量其风险敞口。CPPIB 内部将这一方法称为“Total Portfolio Approach（总组合方法）”。

具体而言，战略组合将通过以下方式在参考组合的基础上实现分散化投资：

- 用私募股权替换部分公开市场股票配置；
- 用高收益信用投资替换部分政府债券配置；
- 参与部分新兴市场投资机会；
- 积极运用多空投资策略，获取 Pure Alpha 收益；
- 允许在总投资组合层面使用杠杆。

因此，战略组合中设立了更多资产与策略类别，且由于可以运用杠杆，资产与策略的配置比例可为负值（即卖空）。此外，战略组合还需对加拿大、发达地区和新市场三大区域设定目标配置比例，以表达 CPPIB 对上述区域长期风险收益特征的观点。

基于战略组合的结构特征与投资需求，CPPIB 在投资管理过程中，会将总组合进一步划分为两部分：积极投资组合 (Active Portfolio) 和平衡组合 (Balancing Portfolio)。积极投资组合包含用于开展积极投资的头寸，而平衡组合则是总体组合中剔除积极投资后的剩余部分。2019 财年，CPPIB 重构了内部投资部门及其职能，调整后共设有 6 个投资部门：总组合管理部 (Total Fund Management, “TFM”)、资本市场与因子投资部 (Capital Markets and Factor Investing, “CMF”)、主动权益投资部 (Active Equities, “AE”)、信用投资部 (Credit Investments)、私募股权投资部 (Private Equities) 和实物投资部 (Real Assets)。Balancing Portfolio

由 TFM 部门负责管理，其余部门管理积极投资组合。其中，CMF 和 AE 部门采用多空策略以获取绝对收益，这种投资方式常被称为 pure alpha 类型策略。

（二）资产配置与实际组合

1.最低风险要求组合

截至 2025 财年末，基础 CPP 与补充 CPP 的最低风险要求组合（Minimum Level of Market Risk）结构如下图所示。基础 CPP 最低风险要求组合结构为 60% 股/40% 债，补充 CPP 则为 45% 股/55% 债。

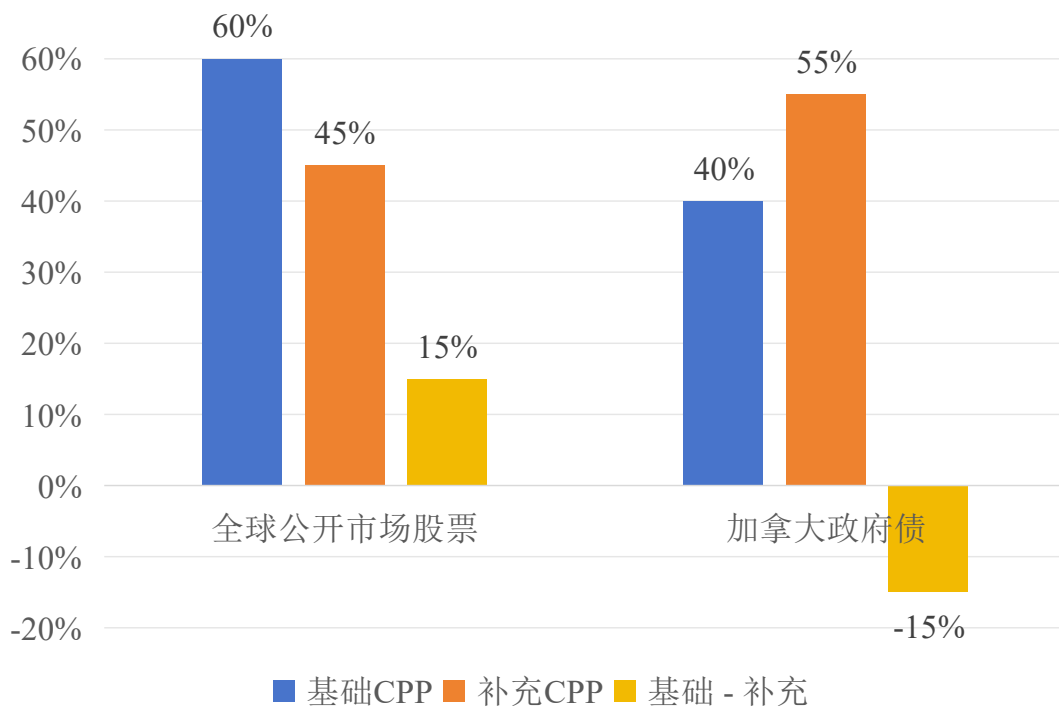


图 2 基础 CPP 与补充 CPP 的最低风险要求组合结构

2.参考组合

截至 2025 财年，基础 CPP 的参考组合结构为 85% 股/15% 债，补充 CPP 的参考组合结构则为 55% 股/45% 债。

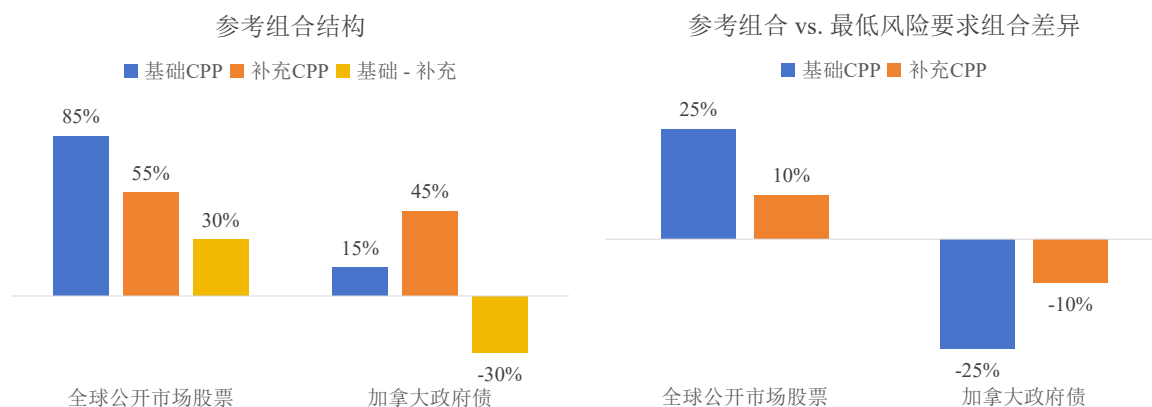


图3 基础 CPP 和补充 CPP 的参考组合结构

基础 CPP 的参考组合在权益类资产配置比例上显著高于补充 CPP 的参考组合（高出 30 个百分点），且相较于自身的最低风险要求组合高出 25 个百分点。原因在于，基础 CPP 具备部分积累制养老金的特性，拥有更高的灵活性和风险承担能力。因此，在参考组合层面大幅提高风险水平，可为 CPPIB 在实际组合投资中提供了更大的发挥空间和灵活性，有助于提升组合的长期预期收益。相较之下，补充 CPP 属于完全积累制，其负债端的灵活性较基础 CPP 更低、刚性更强，对投资风险更为敏感，因而在参考组合层面对提升风险水平持相对谨慎的态度。

3.参考组合的历史变化

自 2007 财年 CPPIB 首次引入并运用参考组合模式开展资产配置以来，参考组合自身结构发生过多调整。2007 年版的参考组合成分有四类资产，分别是境外股票（40%）、加拿大股票（25%）、加拿大名义债券（25%）、加拿大实际收益债券（10%），整体上呈现 65%股/35%债的组合结构。

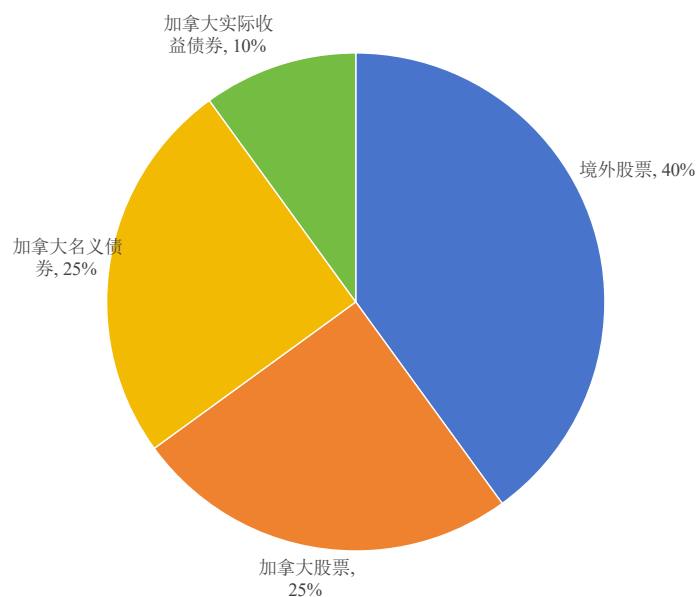


图 4 2007 财年参考组合

2010 财年，董事会首次对参考组合进行调整。在股、债大类资产比例保持 65%股/35%债不变。在股票类别中，加拿大本土股票配置比例由 25%降至 15%，境外股票整体比例则从 40%提升至 50%。但 CPPIB 对参考组合中的境外股票做了进一步的细分，拆成境外发达股票与新兴市场股票，配置比例分别为 45%与 5%。在债券内部，增加了对冲汇率波动的境外国债作为组合成分，配置比例为 5%，加拿大实际收益债券的配置比例则从 10%下调至 5%。

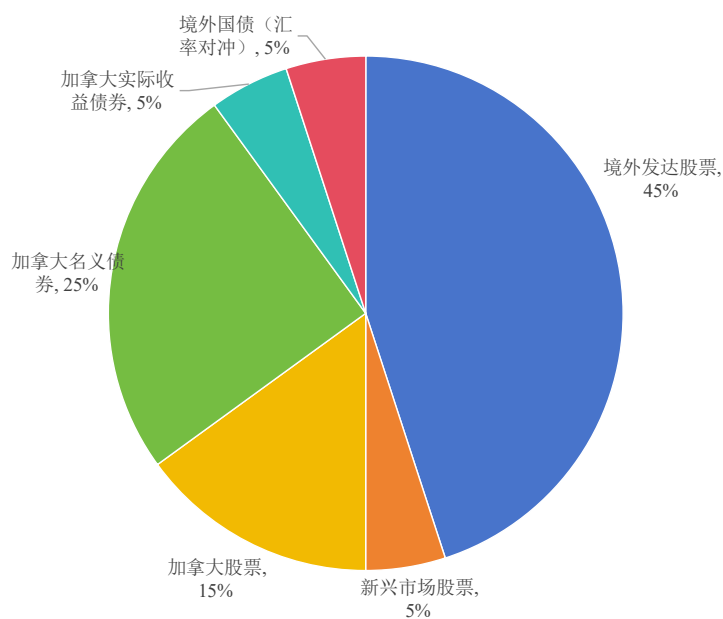


图 5 2010 财年参考组合

2013 财年，参考组合再次调整，股债间的整体比例保持不变，主要调整为简化了组合成分。在股票资产方面，不再单独区分新兴市场股票与发达市场股票，而是效仿 2007 财年初版参考组合的做法，将两者统一归并至境外股票。此举的主要考量在于，当时新兴市场增长相对迅速，若为新兴与发达市场分别设定固定的目标配置比例，可能会导致实际组合在地区间权益类敞口需要频繁再平衡。而将其统一归并为境外股票，则区域间权重跟随股票基准指数权重，无需进行再平衡。在债券资产方面，加拿大实际收益债券被剔除，其原有的 5% 配置比例转配至加拿大名义债券。

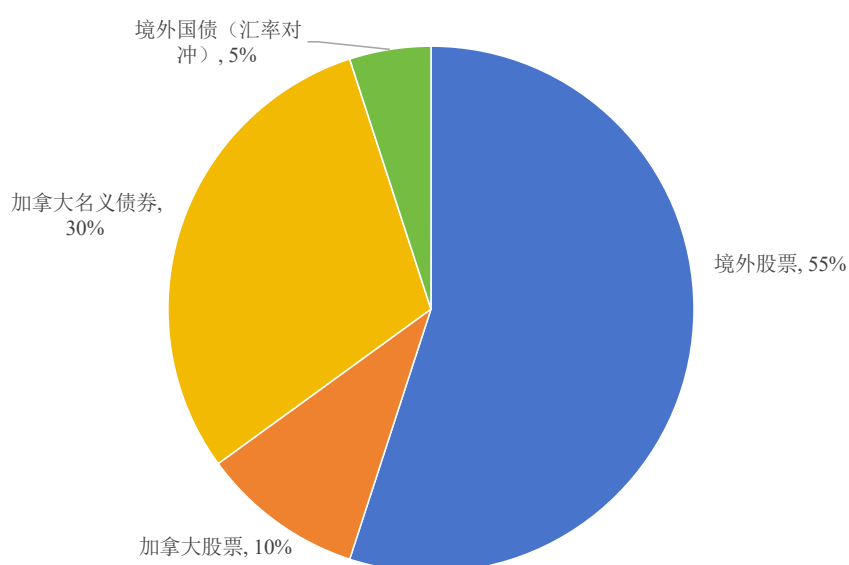


图 6 2013 财年参考组合

2014 财年，CPPIB 对参考组合结构做出了迄今最大的一次调整。一方面，股债之间比例不再维持在 65%/35%，而是大幅提高了股票类资产的比例。CPPIB 决定，自 2015 财年起，新版参考组合将逐步调整至 85% 股/15% 债。整个调整过程于 2019 财年完成，调整节奏如下图所示。另一方面，组合成分被进一步简化。CPPIB 将参考组合原有的四类资产减少至两类——全球公开市场股票与加拿大政府名义债券。原来单独设立的加拿大股票被剔除，意味着 CPPIB 不再保留本土偏好，为本国股票配置设定固定比例，而是跟随全球股票指数权重。2019 财年至今，基础 CPP 的参考组合未再调整。

表 1 2015 财年-2019 财年基础 CPP 的参考组合调整计划

	2016	2017	2018	2019
全球股票	72%	78%	82.5%	85%
加拿大政府债	28%	22%	17.5%	15%

2021 财年, CPPIB 对补充 CPP 的参考组合结构进行了细微调整。成分不变, 但在股票和债券的比例上进行了变动——从原先的 50%股/50%债调整为 55%股/45%债。

4. 战略组合

根据配置意图, 相较于参考组合, 战略组合具备更强的分散化投资和积极投资的特征。从构成成分来看, 权益类资产中除了全球公开市场股票之外, 设立了私募股权, 配置比例与公开市场股票相当; 债权类资产方面, 增加了其他国家国债与信用资产; 除了股债之外, 战略组合中还设立了实物资产, 主要包括房地产与基础设施。特别值得关注的是, 鉴于 CPPIB 积极开展主动投资, 纯粹 alpha 策略采用的多空交易策略需引入衍生品和融资融券等操作, 因此设立了现金与绝对收益类策略, 且目标配置比例为负值。在区域配置方面, 基础 CPP 的战略组合在加拿大本土的目标配置比例仅为 7%, 即 CPPIB 将大部分资金积极投向加拿大境外市场。

表 2 FY2025 战略组合资产配置比例

	基础CPP	补充CPP	基础 - 补充
公开市场股票	28%	18%	10%
私募股权	23%	15%	8%
公开市场固收	41%	55%	-14%
信用资产	14%	16%	-2%
实物资产	26%	17%	9%
现金与绝对收益策略	-32%	-21%	-11%
总计	100%	100%	0%

表 3 FY2025 战略组合区域配置比例

	基础CPP	补充CPP	基础 - 补充
加拿大	7%	14%	-7%
全球发达（除加拿大）	77%	75%	2%
新兴市场	16%	11%	5%
总计	100%	100%	0%

5.业绩基准调整

由于参考组合可以低成本高效复制与跟踪，更易从董事会与公众层面衡量 CPPIB 投资工作的价值创造情况。因此直至 2024 财年，CPPIB 使用参考组合作为业绩基准。

但 2025 财年开始，CPPIB 提出参考组合作为基准与实际投资组合之间严重脱节，需要更换业绩基准。CPPIB 认为，85%股/15%债的参考组合是一个简明的两资产组合，但随着 CPPIB 逐步发展成为涵盖多策略、多资产类别的全球投资平台，公开市场股票和债券已无法准确反映实际组合中持有的大量非公开资产收益特征。此外，CPPIB 认为，目前该机构采用的 Total Portfolio Approach 主要侧重于从驱动因子和经济情景层面审视和构建组合，而非单纯关注资产类别本身。因此，将参考组合作为业绩基准也无法与这一框架相匹配。

新基准的制定方法是通过整合各部门细分策略的公开市场指数，构建一个可与实际投资组合相对应的被动型指数组合。各投资部门分别设定的公开市场指数及其相应权重如下表所示。资本市场与因子投资部以及主动权益投资部的投资策略具备绝对收益特性，并且同时持有风险相称的多头与空头头寸，因此，其业绩基准采用融资成本进行测算，并未在下表中予以列示。

表 4 各投资部门分别设定的公开市场指数及其相应权重

投资条线	基础CPP配置权重	补充CPP配置权重	基准组合中选用的公开市场指数	基础 CPP 基准组合中各指数权重	补充CPP基准组合中各指数权重
信用投资	13%	8%	Morningstar LSTA US Leveraged Loan TR	8%	5%
			BBG Global HY Corporate	4%	2%
			BBG Global Aggregate Corporate(IG)	2%	1%
			JP Morgan CEMBI Broad Diversified Composite	2%	1%
			S&P US LargeMidCap Financials	1%	0%
			ICE BofA US 3-month T-Bill	-4%	-2%
私募股权	20%	13%	S&P Developed LargeMidCap	21%	13%
			S&P Asia Pacific Emerging LargeMidCap	3%	2%
			S&P Asia Pacific Developed LargeMidCap	2%	1%
			ICE BofA US 3-month T-Bill	-4%	-3%
实物资产	24%	15%	FTSE EPRA NAREIT Global	8%	5%
			Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Ex Oil and Gas Storage &Transportation	6%	4%
			S&P Infrastructure EM ex-China	3%	2%
			S&P Developed BMI Renewable Electricity	3%	2%
			S&P Developed LargeMidCap Energy	2%	1%
			10%Barclays CA AAA Gov Bond 10Y+	1%	1%
			ICE BofA US 3-month T-Bill	1%	1%
			S&P Emerging BMI Renewable Electricity ex-China	1%	0%
			总组合管理部	43%	63%
Equity indexes	31%	20%			
Neutral benchmarks	2%	2%			
Interest rate benchmarks	-27%	-17%			
总计	100%	100%		100%	100%

6.投资组合区域敞口情况

随着参考组合于 2015 财年启动调整，自 2014 财年以后，实际组合的区域敞口也随之发生了较大变化。加拿大本国的敞口从 2014 财年末的 31%下降至 2025 财年末的 12%，降幅为 19 个百分点。即，拿大境外敞口从 2014 财年末 70%左右，显著上升至 90%左右。美国敞口于近两个财年占比快速提升，目前已达到 47%。在 2023 财年之前美国敞口占比总组合从未超过 40%，平均占比约为 36%。或与最近几个财年超额业绩承压有关，详见下一章投资组合业绩中有关超额剖析的小节。

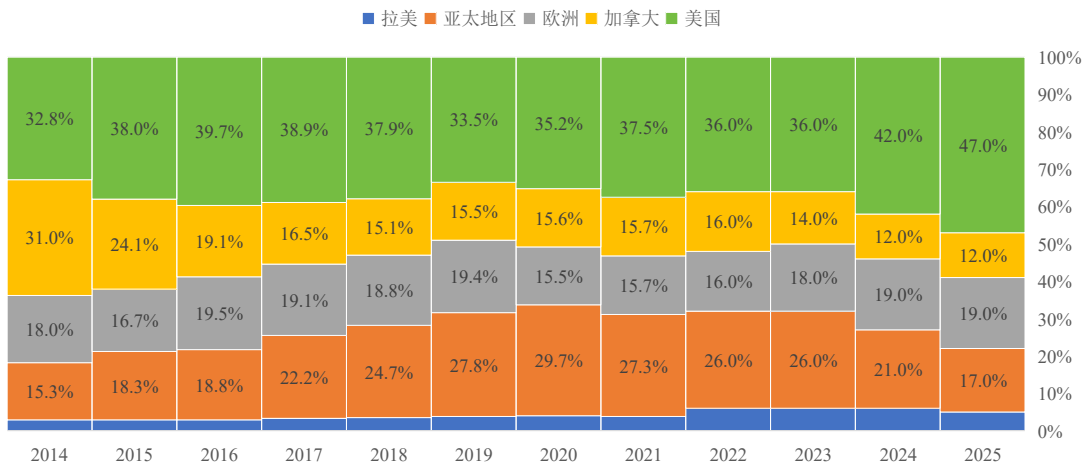


图 7 实际组合区域敞口分布 (2014-2025 财年)

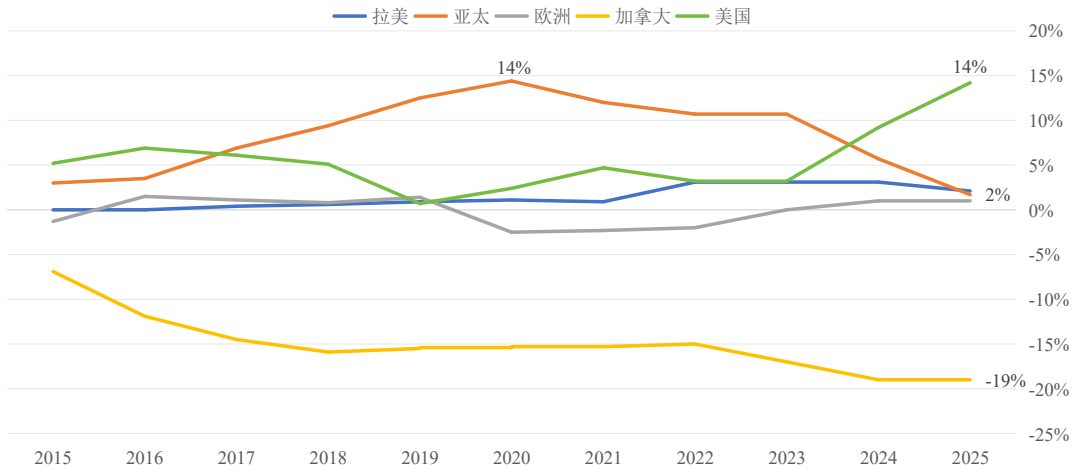


图8 实际组合区域敞口分布变化 (2014-2025 财年)

近年来 CPPIB 开始提供在各个区域的投资收益情况。过往 5 个财年，投资于美国的资产回报率最高，年化约为 9.6%；拉美地区次之，年化约为 8.2%；加拿大本土的年化回报率为 5.8%，在所有大类区域中收益率垫底。这充分说明，当本国经济面临不利情景或在全球经济发展中未处于领先地位时，积极开展境外投资，通过境外资本收入对冲不失为一种适宜的解决方式。

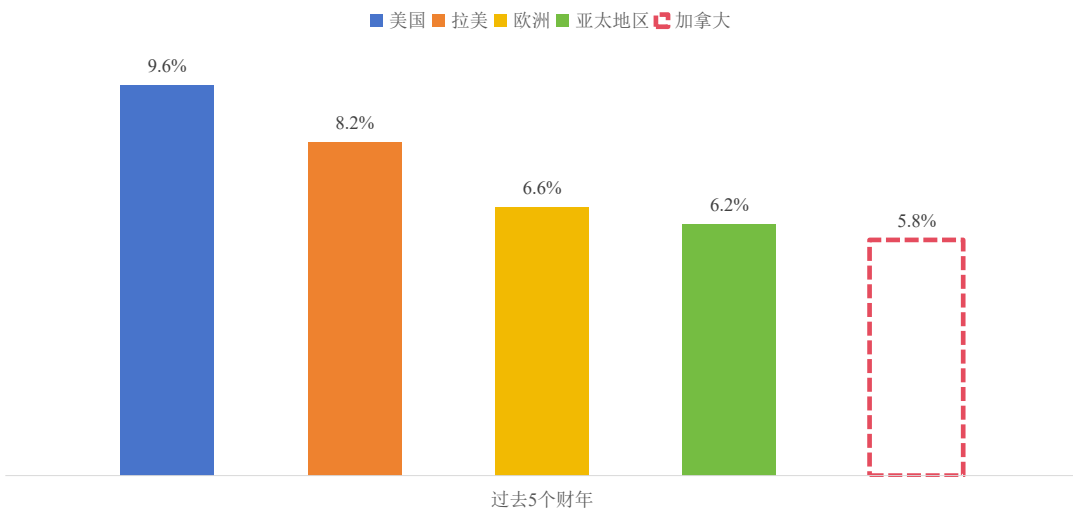


图9 过往 5 个财年各区域年化收益率

7.投资组合各类资产敞口情况

在大类资产层面，自 2014 财年以来，依据参考组合指引的风险变化，债券类资产的占比显著下降。其中，政府债净持仓敞口的降幅最为显著，至 2022 财年末，其占比已下降 19 个百分点，占总组合净资产的比例为 7%左右。此后，该

比例逐步回升，至 2025 财年末，政府债净持仓敞口占总组合净资产的比例约为 15%。与此同时，私募股权和信用资产的持仓净值占比在实际组合中显著提高。

在权益类资产内部，截至 2018 财年末，公开市场股票类资产的持仓占比逐步提升。然而，自 2018 财年末至 2023 财年末，这一占比持续下降，降幅约为 15 个百分点，与此同时，私募股权的持仓占比则持续上升。进入 2023 至 2025 财年，两者的占比走势发生了逆转，公开市场股票占比回升了约 4 个百分点，而私募股权占比相应下降了约 4 个百分点。根据 2025 财年年报，在与业绩基准的对比中，过去五年私募股权的超额收益累计为负值，因此 CPPIB 主动对权益类资产持仓进行了结构性调整。

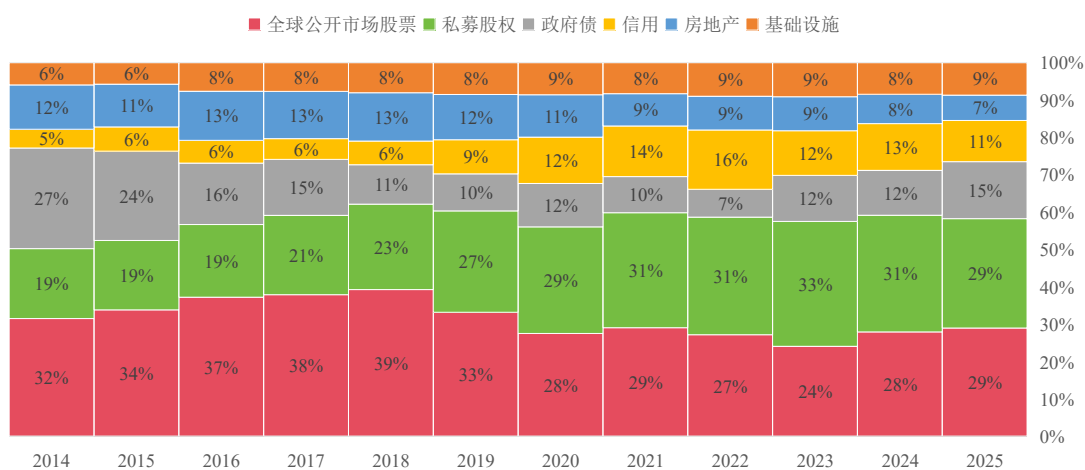


图 10 实际组合大类资产持仓占比 (自 2014 财年)

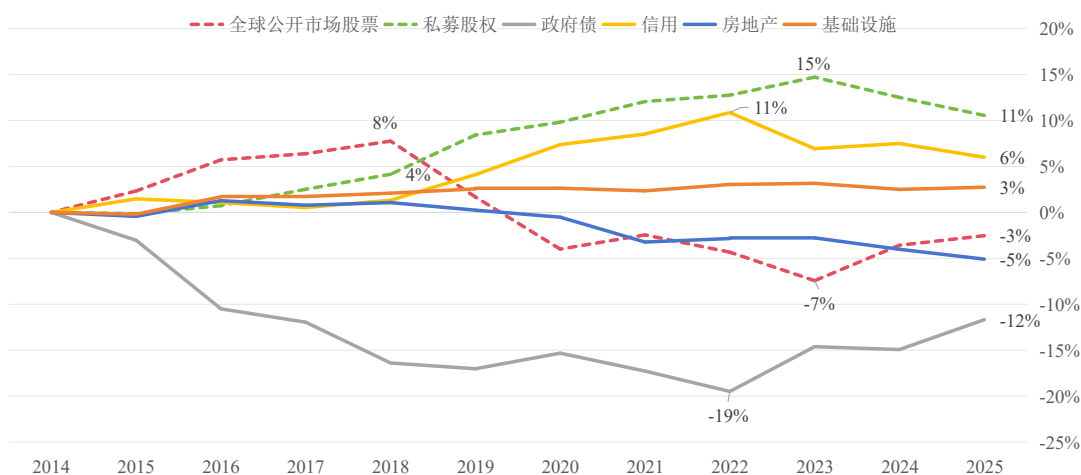


图 11 实际组合大类资产持仓占比累计 (自 2014 财年)

三、投资组合业绩

(一) 与精算目标收益率比较

过去 10 个财年，基础 CPP 投资组合在剔除 CPI 后的净实际年化收益率为 5.6%，参考组合的实际年化收益率为 6.1%，两者均超越了精算报告中提出的维护长期财务可持续性目标的 3.69%。然而补充 CPP 自 2019 年启动运作以来，在过往 5 个财年周期内，实际投资组合剔除 CPI 后的净年化收益率仅为 2.0%，未能达标精算要求的 3.27% 实际收益率。同期，补充 CPP 的参考组合净年化收益率约为 3.2%，虽接近但未达标。因此，投资团队后续需努力创造更大价值以弥补精算缺口。从董事会层面看，亦需考虑是否有必要提高风险水平，即从参考组合层面提高预期收益率、给投资团队提供更灵活的风险空间，以实现追赶和补充 CPP 所需精算收益的目标。

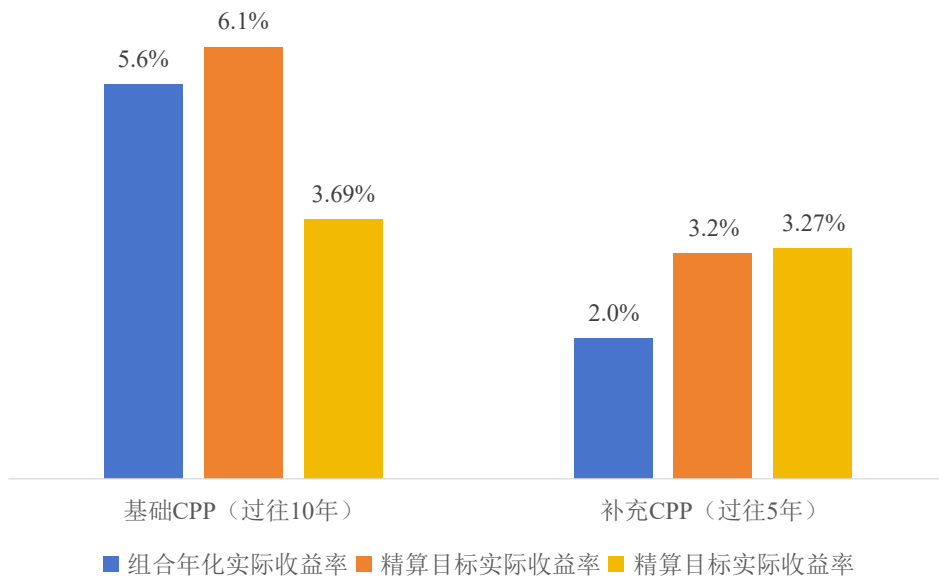


图 12 基础与补充 CPP 实际收益率 vs. 精算目标收益率

(二) 实际组合与参考组合比较

补充 CPP 投资周期相对较短，故主要观察基础 CPP 的情况。过去十个财年，基础 CPP 投资组合累计净收益率约为 123%，参考组合累计收益率约为 135%（注：2025 财年收益率采用 CPPIB 披露的新基准收益率）。基础 CPP 投资组合累计收益率未能超越参考组合，十年累计跑输 11 个百分点。从累计超额收益率的走势来看，2024 年累计超额由正转负。

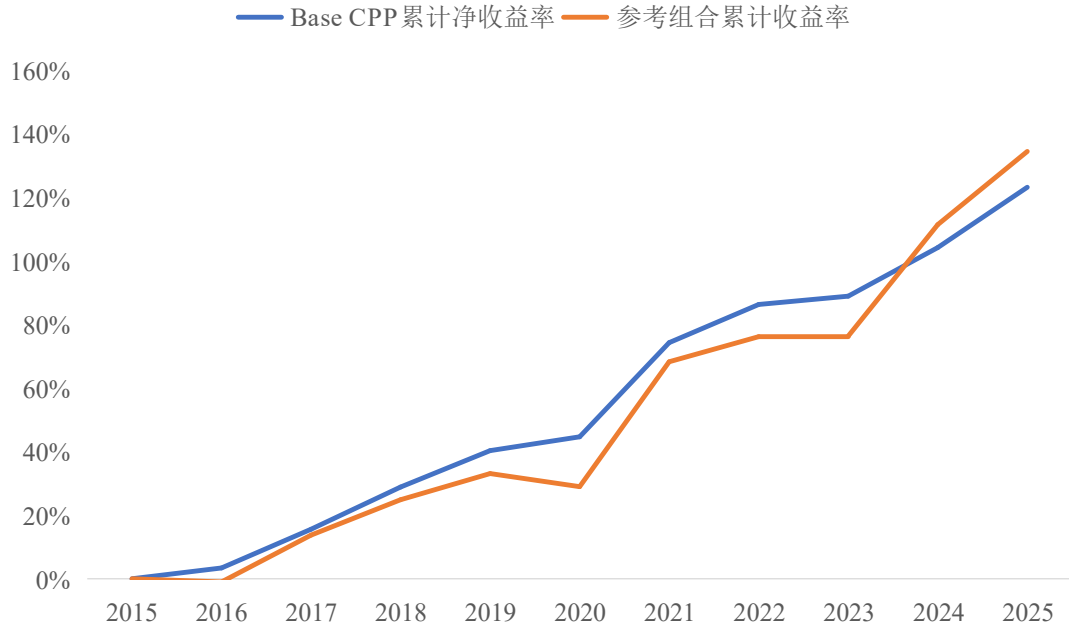


图 13 Base CPP vs. 参考组合累计收益率 (自 2015 财年起)

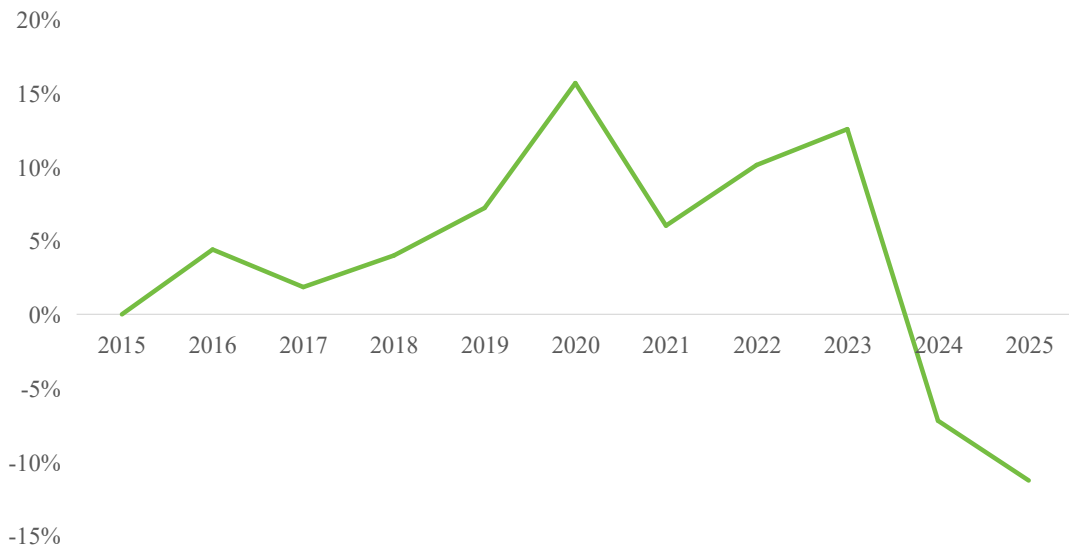


图 14 基础 CPP 相对参考组合累计收益率 (自 2015 财年起)

从金额来看,自 2015 财年至 2024 财年(该年度仍以参考组合作为业绩基准),基础 CPP 投资组合相对于参考组合的累计超额损益为-343 亿加元。值得注意的是,2024 财年是迄今为止超额亏损最为严重的一年,亏损额高达 641 亿加元。

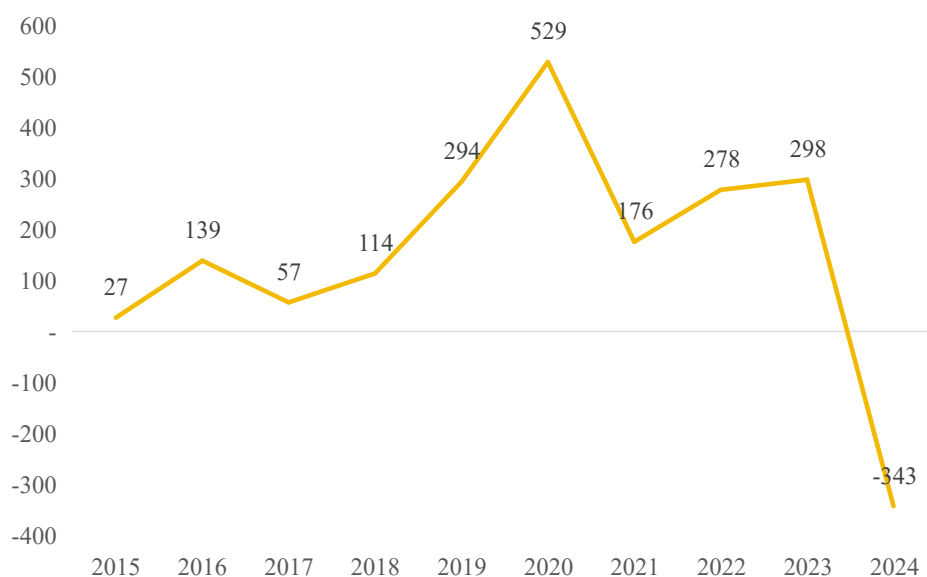


图 15 相对参考组合累计超额损益 (单位: 亿加元)

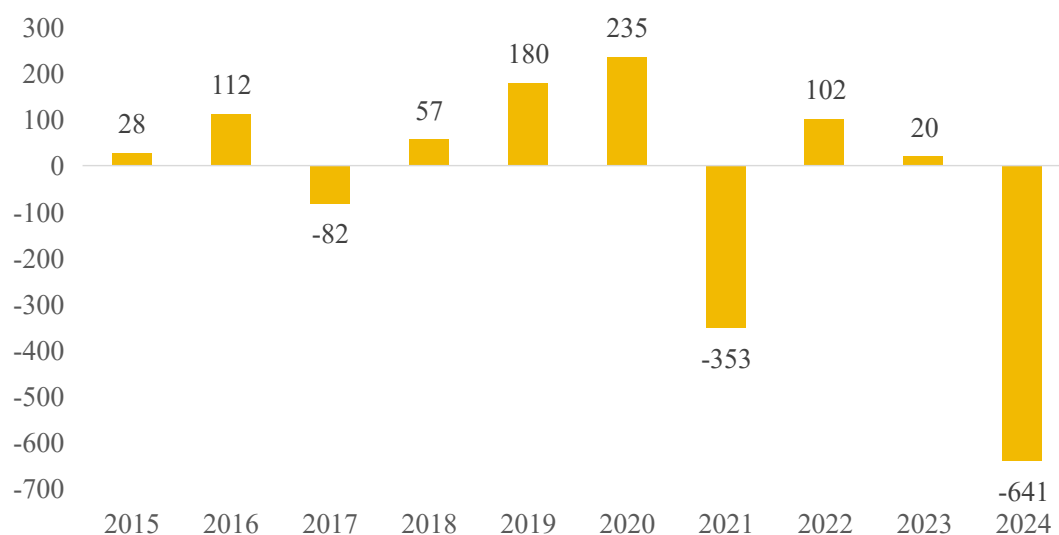


图 16 相对参考组合财年年度超额损益 (单位: 亿加元)

从年度超额收益率来看，正、负值出现次数相对均衡，其中正值出现 6 次，负值出现 4 次。若将 2025 财年调换基准组合后的负差额纳入计算，则负值增至 5 次。但是，其幅度呈现出明显的非对称性——正向的年度超额收益率均值约为 3.3%，而负向的年度超额收益率均值约为 -6.0%。特别是 2021 财年和 2024 财年，超额收益率显著为负，分别为 -10.0% 和 -9.7%。

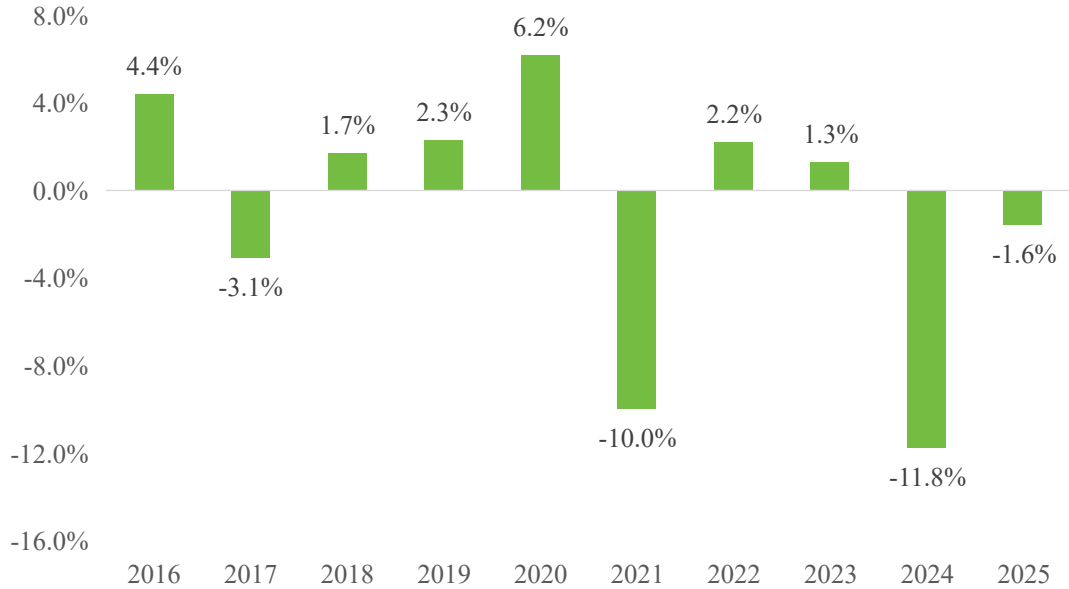


图 17 相对参考组合各财年年度超额收益率

（三）负超额收益分析

2024 财年超额收益显著为负，因而先着重剖析该财务年度负超额收益的原因。

大类资产层面，实际组合相比参考组合低配权益资产带来了超额损失。相较于参考组合中 85% 的权益类配置比例，2023 和 2024 两个财年末的实际组合在权益类资产（包括公开市场股票与私募股权）中的占比均未超过 60%。其余资金则主要配置于信用资产与实物资产（资本市场与因子投资策略、主动权益投资策略因其 pure alpha 属性，此处暂不从大类资产配置层面分析）。尽管信用资产与实物资产从因子角度具备一定的股权类属性，但与直接持有股票相比，其弹性差异显著。2024 财年，投资组合中信用资产收益率为 10.8%，实物资产收益率为 2%，均显著低于参考组合中的股票指数基准收益率 23.9%。这种跨资产层面的分散化策略，代价在于当权益资产大幅上涨时期，必然承担较大的超额损失。本质上相当于一笔买债、卖股的相对价值交易在会计层面形成了盯市损失。盯市损失后续能否恢复，取决于宏观经济与资本市场变化情况，具有随机性。若股票资产持续表现较好，则盯市损失也将进一步扩大。

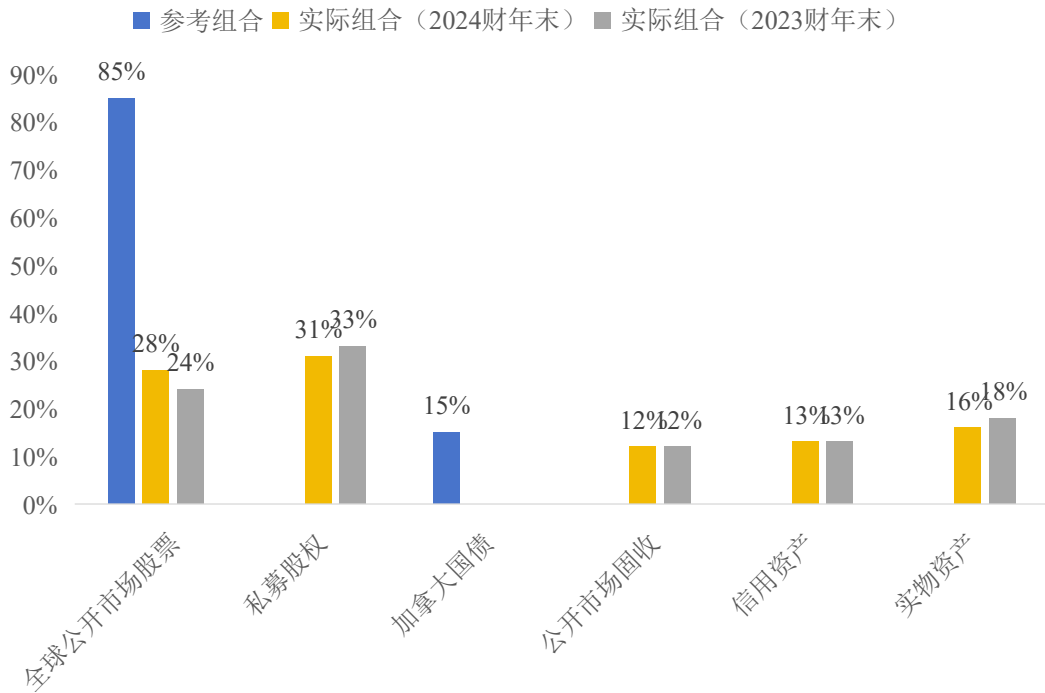


图 18 参考组合结构 vs. 实际组合结构 (2024 与 2023 财年末)

其次，私募股权的回报率未能达到替代组合的机会成本预期。2024 财年度，私募股权类资产投资回报率约为 10.4%，相较于参考组合的全球股票基准收益率 23.9%，落后了多达 13.5 个百分点。在战略组合将资金配置到私募股权资产时，由于该类资产天然具有杠杆特性，CPPIB 按照约 1.3 的权益类 beta 来测算其替代组合（即 funding mix）的机会成本。换言之，每投资 1 元私募股权，会占用参考组合中约 1.3 元权益资产作为机会成本。从参考组合视角出发，相当于在投资 1.0 元的私募股权资产时，需卖出 1.3 元的公开市场股票资产。因此，实际组合中私募股权类资产的长期回报需达到公开市场股票指数回报的 1.3 倍（暂未考虑融资成本），才能与参考组合中股票资产的收益贡献相匹配。常见观点认为，私募股权类资产能够获得独特投资机会、流动性较差，故而蕴含一定的非流动性风险溢价，预期收益也因此要高于公开市场股票。但从过往 5 年私募股权投资的超额贡献来看，这一假设或未必时时成立。近年来部分养老金机构（例如德州教师养老金计划）以及捐赠基金已开始审视私募股权类资产在其组合中的配置价值。

公开市场股票投资业绩同样未能达到参考组合股票指数基准。CPPIB 实际组合的公开市场股票在 2024 财年的收益率为 13.8%，而参考组合股票资产的基准收益率为 23.9%，落后约 10.1 个百分点。在该财年周期内，美股表现尤为强劲，标普 500 全收益指数的美元收益率约为 29.9%，显著领先于其他地区股市表现。

由于 CPPIB 更注重投资的分散化，其在公开市场股票的区域分布上并未完全参照参考组合的股票基准，而是选择了分散投资于其他区域，这一决策最终导致其在该年度大幅落后于参考组合基准。

此外，积极投资策略创造的 alpha 收益规模有限，成本费用相对较高，在 beta 收益较好的时期，难以显著对冲分散化投资导致的业绩滞后。自 2018-2019 财年投资部门调整以来，积极投资部门的累计投资收入、支出及费后净利润情况如下表所示。实物资产、私募股权与信用投资三个部门在 2018-2025 财年期间的净利润率（投资净利润/未扣费投资收入）约为 90%。相比之下，资本市场与因子投资部（CFM）和主动权益投资部（AE）是依赖 pure alpha 类型策略获取投资收益的两个部门，其投资收入总额更低、成本更高，导致净利润率较差。在核算周期内，CFM 部门的总投资收入约为 235 亿加元，成本支出约为 126 亿加元，净利润率仅为 46.3%，也就是说，净利润获取不到收入的一半。AE 部门虽然主要依靠内部自有团队进行投资，成本低于委托外部管理，但投资收入也低——8 个财年仅 91 亿加元，所以净利润率也仅为 70.4%。若进一步考虑 CFM 与 AE 在实际投资过程中需总组合管理部（TFM）提供融资支持，并将当前由 TFM 承担的融资成本转由 CFM 与 AE 自行承担，则其净利润率将会进一步下降。

表 5 各积极投资部门的业务收支及利润情况（2018-2025 财年，单位：亿加元）

部门	投资收入（未扣费）	成本与费用支出	投资净利润	净利润率
CMF	235	126	109	46%
AE	91	27	64	70%
实物资产	610	66	544	89%
私募股权	1253	125	1128	90%
信用	357	28	329	92%

下图可以更为直观感受到配置层面的决策与 pure alpha 策略在盈亏层面对总组合损益的影响。两个 pure alpha 部门累计 8 个财年总计创造净利润金额约为 173 亿加元，在数值上，仅相当于 2024 财年总组合相比参考组合超额亏损的 27% 左右。因此，对于超大规模体量的配置资金而言，资产配置上大类资产、区域间的决策需要更为慎重。

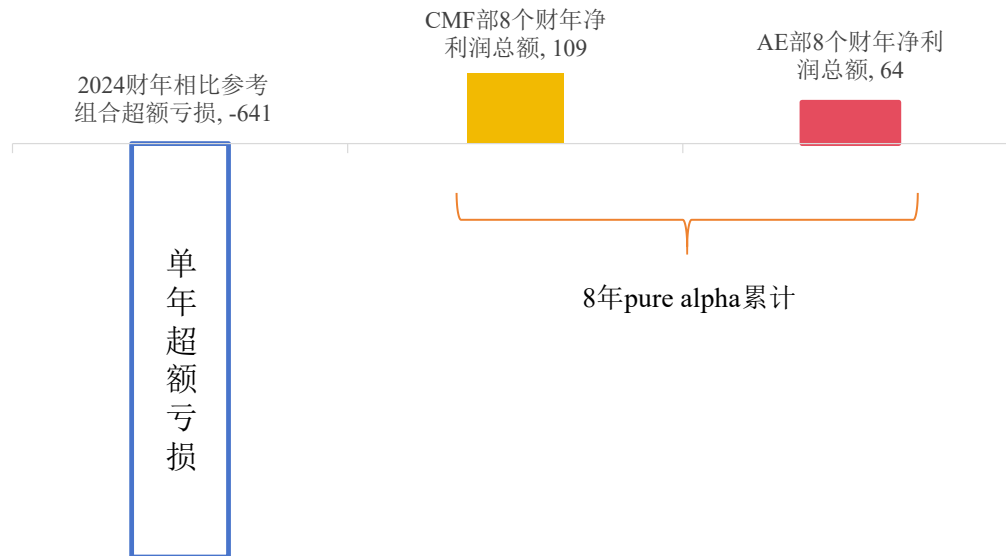


图 19 配置决策 vs. pure alpha 盈亏影响比较 (单位: 亿加元)

2021 财年的情况与 2024 财年相似，超额收益率显著为负的主要原因在于参考组合中的股票基准指数涨幅较大，在跨资产和跨区域层面偏离参考组合基准的投资行为均出现了“盯市损失”。2021 财年，参考组合中的股票指数基准涨幅达到 37%，显著超过信用资产和实物资产，后两者的财年度收益率分别为 2.4%和 7.5%。同期，实际组合的公开市场股票收益率约为 31.7%，私募股权收益率约为 34.4%，均低于参考组合的股票指数基准。因此，在过去五年中，实际组合两次显著落后于参考组合，其背后原因基本一致。

2021 财年，CPPIB 在年报中重申了对自身投资哲学的坚定信念。其认为，鉴于市场长期具有周期性特征，公开市场股票的强劲上涨趋势不会无限延续，分散配置各类资产最终将获得更好的回报。然而，2024 财年，基于对该信念的坚持，却导致了成立以来最大的超额亏损，这可能也引发了内部思考。从近两年总组合美国敞口占比快速攀升的现象来看（图 8），可能由于面临较大的超额亏损压力，CPPIB 已开始针对美股敞口进行向参考组合基准对齐的“止损”操作。若是如此，则盯市损失就变成了无法挽回的实质性止损。此外，如前所述，2025 财年，CPPIB 更换了考核投资层面价值创造的业绩基准。使用新基准后，CPPIB 过去十年投资组合的超额收益率转为正值，年化约为 1.4%，也意味着以新基准进行评估，CPPIB 投资工作的价值创造也由负转正。

四、总结与借鉴

CPPIB 作为专门负责管理加拿大国民养老金的投资机构，自创立之初便肩负着为加拿大人民夯实和提升养老储备的重任。迄今为止，也较好地履行了自身使命，投资收益贡献了养老金总计约 15 倍规模增长的 75%。在二十余年发展历程中，CPPIB 在资产配置与投资管理方面进行了有价值的探索，为全球同类资产持有者机构提供了参考与启示。近年来该机构出现了总组合层面超额收益损失较大的情况，背后原因也需资产持有者同业机构思考与重视。

CPPIB 构建了层次清晰的资产配置框架，有利于将各层级、多维度的投资目标予以拆解与实现。CPPIB 定义了最低风险要求组合、参考组合与战略组合，分别作为精算最低目标要求收益率、可接受风险下最大财务回报以及分散化投资哲学的表达载体。各个组合职能明确，有利于不同的主体明确目标，实现权责利相匹配。也有利于当投资结果与预期发生偏移时可以准确厘清原因，优化对应层级的组合结构，指导未来投资实践、改善投资业绩。

CPPIB 的养老金投资组合有两大显著特征，一是境外投资占比较高，二是权益类资产占比较高。CPPIB 的积极开展境外投资，并未过度强调本土投资偏好，从理论上有效对冲加拿大本国经济发展可能滞后于全球其他地区的风险，也实际上为加拿大国民带来了全球范围内的收益更高的资本收入。自 2007 年引入以参考组合为锚的配置模式以来，CPPIB 根据其负债端情况、自身禀赋以及加拿大本国经济发展特征，便将境外资产作为投资组合的主要成分。养老金资产规模的大幅增长，也因此主要来自于境外资产的投资回报。从近 5 年数据统计来看，加拿大本国的资产收益率相比其它 4 个大类区域更是处于垫底位置。但这并不意味着未来加拿大资产收益率必然会持续落后。因为当加拿大经济增速超预期增长时，国民的劳动收入亦会提高，CPP 的净缴费结余也会增长，从而缓解养老金支出压力。因而，境外投资主要是以对冲风险逻辑出发，所做出的较优决策。

CPPIB 充分运用其可开展长期投资的禀赋优势，在投资组合中配置极高的权益类资产，以获取更优的长期回报。基础 CPP 的参考组合目标权益类资产比例高达 85%、实际组合权益类资产比例亦高达 60%左右，代表着 CPPIB 在厘清自身负债端的缴费收入、支付义务及风险容忍度的基础上，并未过度关注短期净值

大幅波动的路径风险，而是专注于其法定投资目标，将资金配置于长期预期收益更高、弹性更大的权益类资产中，实现最大可能的财务回报。

从近年来总组合业绩来看，资产持有者机构在投资哲学和配置调整方面或需更为深入的思考与更为审慎的决策。过去十个财年，CPPIB 相比自身设定的参考组合所创造的投资价值增加整体为负。这意味着在这段时间内，采用 ETF 或复制指数等被动投资方式复刻参考组合（例如，内华达州立公务员退休体系 Nevada Public Employees Retirement System 便采用了类似模式），其投资收益反而优于组建一个全球分布、数百人规模的投资团队进行管理的结果。

如前文分析，超额亏损的主要根源在于战略组合与参考组合之间的显著偏差。一方面，CPPIB 的投资哲学坚定地认为各个维度的分散化投资能带来更优的长期回报，但“分散化是投资中的免费午餐”这一论断背后的理论假设及其适用性边界或需深入审视。例如，在以标准指数化方式配置和开展股票投资时，并不需要降低指数内权重较高的成分股占比、分散投资于其他市值或权重更小的指数成分。本质上，按这种方式开展分散化投资，是一种 pure alpha 类型的积极选股策略。在相对有效的市场里，靠坚定的投资信仰使这种策略实现长期稳定收益的难度与挑战不小，或更需要扎实的理论及实证论证。

另一方面，担忧实际投资中权益类资产或部分国别占比过高，希望在资产类别或区域间实现更分散均衡的配置，本身是一种合理诉求。但相较于通过调整业绩考核基准来扭转总组合超额收益十年亏损的局面，更适宜的方式可能是厘清自身需求，将参考组合调整至合意结构，使其与需求相匹配。否则，若基准组合本身风险水平与结构并未被要求调整，而在实际投资组合中压降了风险水平，这在数理机制上与宏观择时交易策略相似。对于这类决策，也应设立相应的管理与约束机制，以规避看似单次微小的决定可能产生深远重大的不利影响。

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。