



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
文潇

2024 年 8 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、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。

澳大利亚、新西兰养老储备基金资产配置与投资运作情况研究

摘要

本期报告重点关注澳大利亚主权基金——澳大利亚未来基金（Future Fund）与新西兰主权基金——新西兰超级年金基金（Super Fund）的资产配置与投资情况。为应对远期可能出现的养老金支付缺口，在 21 世纪初期，澳大利亚与新西兰两国分别设立了国家级主权基金作为远期养老储备。

作为远期养老储备，两家机构均开展长期投资，在承担合理投资风险前提下最大化远期财务回报。从共性来看，它们都配置有显著比例的风险资产，以获取更优的长期预期收益；积极开展全球投资、分散投资，在区域间、资产间分散风险，在全球范围分享其它地区的增长红利，在不同资产间获得不同的收益来源。过往十年里，两支储备金均取得了较好的财务收益。

两家机构在配置模式方面有较显著差异。澳大利亚 Future Fund 由政府部门设立了明确的绝对收益型目标，在资产配置时采用了更加灵活动态、自上而下与自下而上相结合的模式，组合调整相对频繁，对投资团队的宏观研判与微观把握提出了较高的能力要求。新西兰 Super Fund 采用参考组合模式开展资产配置。由董事会承担来自于资本市场整体的收益与风险，投资管理团队在董事会给定风险预算下通过自身能力开展积极投资、获取长期超额收益。长期而言，参考组合模式更有利于政府部门与社会公众理解组合收益风险特征，也更有利于董事会评估投资团队的价值创造能力。

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

银行业运行

保险业运行

机构投资者的资产管理

目 录

一、养老金机构基本情况	1
(一) 澳大利亚 Future Fund.....	1
(二) 新西兰超级年金基金 Super Fund.....	2
二、资产配置与组合构建	3
(一) 澳大利亚 Future Fund.....	3
(二) 新西兰 Super Fund.....	8
三、投资组合业绩	11
(一) 澳大利亚 Future Fund.....	11
(二) 新西兰 Super Fund.....	13
四、总结	15

一、养老金机构基本情况

（一）澳大利亚 Future Fund

自 20 世纪 90 年代养老金制度改革以来，澳大利亚已形成成熟的三支柱现代养老保障体系。第一支柱为覆盖澳大利亚全民的基本养老金，最早可追溯至 1909 年，作为确定给付型计划向超过 65 岁的公民发放，由政府承担费用。政府每两年根据物价与工资对发放金额予以调整。基本养老金的支出来自于政府财政收入，计入每年的公共预算，不涉及需要资产配置与规划的投资活动。第二支柱为雇主强制、个人自愿缴费的超级年金作为补充养老计划，主要覆盖澳大利亚的工作人口。第三支柱为个人自愿缴费的超级年金，税收上给予一定优惠。现行的第二与第三支柱均依托于澳大利亚政府推出的超级年金保障法（1992 Superannuation Guarantee Act，以下简称“保障法”）。1992 年的保障法设立了保障型超级年金与自愿型超级年金，其中保障型超级年金为强制缴费型，形成了现行的第二支柱；自愿型超级年金则成为了现行的第三支柱。第二支柱保障型超级年金可以投资于股票、国债、基金与房地产等，由基金管理公司运营，职工可自主选择养老金管理公司。

为应对远期公共养老计划可能出现的支出缺口，澳大利亚于 2006 年正式成立了该国的主权基金——澳大利亚未来基金作为养老储备金。资金来源为澳大利亚的财政盈余以及出售澳大利亚电信公司股份所得资金。根据 2006 年颁布的《未来基金法》，2020 年起政府可从 Future Fund 提取资金，用于支持超级年金的养老支出。2017 年，澳大利亚政府表示不会从 2020 年即动用 Future Fund，而是倾向于让基金至少增长到 2026~2027 年，以更好补充远期养老支出。

值得一提的是，除了 Future Fund 作为养老储备的主要基金外，自 2014 年开始，澳大利亚政府分别设立了多支用途不同的储备金（表 1），均委托主权基金进行管理。截至 2024 年一季度末，由主权基金所管理的总计资产规模达到 2,851 亿澳币；其中，养老储备金 Future Fund 规模最大，约为 2,234 亿澳币，按同期汇率折合约 1,460 亿美元。后文也仅选取 Future Fund 的配置与业绩进行重点分析。

表 1 澳大利亚主权基金所管理基金情况

基金名称	基金规模（亿澳币）	基金用途	设立时间
Future Fund	2,234	旨在加强政府公共财政能力，弥补公共养老计划在未来可能出现的资金缺口。	2006年
DisabilityCare Australia Fund	168	为国家残疾保险计划提供资金支持，以帮助受困于严重或永久性残疾的澳大利亚公民及其家庭与照顾者。	2014年
Medical Reserach Future Fund	230	为医学研究和医学创新提供财务支持，改善澳大利亚人的健康和福祉。	2015年
Aboriginal and Torres Strait Islander Land and Sea Future Fund	22	用于提高澳大利亚联邦政府向澳大利亚原住民土地公司 (Indigenous Land Corporation) 付款的能力。	2019年
Future Drought Fund	48	用于提高澳大利亚农场和居民的抗旱能力。	2019年
Disaster Ready Fund	46	用于为抵御与降低自然灾害的风险提供财务支持。	2023年
Housing Australia Future Fund	103	用于提高在紧急住房需求、社会住房或经济适用房方面的拨款能力。	2023年

（二）新西兰超级年金基金 Super Fund

新西兰的养老金制度建立较早，1898 年便颁布了《老龄年金法》，覆盖一定范围的新西兰老龄人口养老支出。进入 20 世纪后，根据人口与经济情况变化，持续补充、调整与完善至今。但新西兰并未建立与推行三支柱体系，养老保障体系主要由两部分构成。一是发放给所有 65 岁以及符合相关居住要求的新西兰公民的新西兰超级年金（New Zealand Superannuation），由公共财政承担费用。二是政府于 2007 年发起建立的 KiwiSaver，为个人自愿缴费型补充养老金计划。

新西兰超级年金的前身可追溯至 20 世纪 30 年代。1938 年新西兰颁布《社会保障法》，该法案推动设立了老龄补助金与普适型超级年金 (Universal Superannuation) 两类养老金计划。老龄补助金是为年满 60 岁且经收入与资产调查符合一定标准的公民发放；普适型超级年金是为年满 65 岁但不具备领取老龄补助金资格的公民发放，但待遇水平要低于前者。1977 年新西兰对养老金制度进行改革，形成了今日的新西兰超级年金。改革后的超级年金不再需要开展收入与资产调查确认领取资格，而是变成普惠型的养老金计划，新西兰公民只需满足年龄和相应的居住条件即可申请领取。

随着新西兰社会老龄化程度持续加深，与澳大利亚 Future Fund 类似，新西兰政府为应对远期潜在的养老金支出缺口，于 2001 年成立了新西兰的主权基金 Super Fund。Super Fund 的资金来源全部来自财政拨款。首笔资金于 2003 年 9

月 30 日拨付，金额为 24 亿新币。后续每年根据财政收支情况，政府持续注入资金，供 Super Fund 开展长期投资。截至 2024 年 5 月，政府累计财政拨款约 264 亿新币。政府在 2030 年前不会动用 Super Fund 的资金储备。截至 2024 年一季度末，Super Fund 的资产规模约为 741 亿新币，按同期汇率折合约 444 亿美元。

二、资产配置与组合构建

（一）澳大利亚 Future Fund

1. 配置流程与目标设定

政府部门为 Future Fund 设定了绝对型基准收益目标，形式为消费者物价指数加点（ $CPI + X\%$ ）。该收益目标是 Future Fund 在长周期下可以较大概率实现的年化投资收益率，而不是对每年的年度收益率予以考核是否达标。收益目标会不定期调整，最近一次调整发生于 2017 年 5 月，政府部门将 Future Fund 长期年化收益目标更新为 $CPI + 4-5\%$ ，相比之前下调了 0.5 个百分点（即调整前的收益目标为 $CPI + 4.5-5.5\%$ ）。主要考量为基于宏观经济与资本市场的情况，对远期收益率的预期有所降低。

Future Fund 的资产配置模式与传统方法有所差异，其并不对各大类资产的配置比例做出明确的区间设置，而是采用了一种其称为“joined-up investment approach”的模式。该模式将自上而下与自下而上的分析相结合来构建整体组合，组合管理会更加动态、灵活。自上而下团队主要负责在宏观层面分析全球经济、资本市场与地缘政治，在分析过程中也会参考自下而上团队在微观层面提供的智力贡献。自下而上团队则基于自上而下团队给出的宏观环境判断，负责在全球范围内寻找风险收益比适宜的资产与投资机会。鉴于宏观环境与不同类型投资机会的预期收益与风险总是不断变化，因此 Future Fund 会对总组合持续开展动态管理，不对大类资产的配置比例给出明确的中枢和区间，以便于在总组合风险水平与大类资产间更加灵活地调整。同时，也不会开展约束性的再平衡操作。

尽管资产配置相对灵活，但仍然需要满足相关的风险约束。Future Fund 对组合风险资产的配置约束主要依靠等价股票敞口（Equivalent Equity Exposure，“EEE”）指标。即，对组合的持仓敞口依据相关算法（具体算法 Future Fund 并未公开披露）转化为权益类资产敞口后，权益类敞口占总组合资产规模的比例。

总组合 EEE 值需要在董事会的要求范围之内。EEE 的中枢与区间会不定期调整。最近一次更新于 2021 年，董事会将 EEE 区间上调至 55~65，中枢为 60。亦可以理解为，经等价换算后，总组合权益类敞口配置目标比例中枢约为 60%。

2. 资产配置

截至 2023 财年末，Future Fund 总组合的 EEE 值约为 60，符合要求。Future Fund 将大类资产分为澳大利亚股票、全球股票、非公开私募股权、实物资产、信用类资产、另类资产与现金类资产。实物类资产包括房地产、基础设施与林地资源等。另类资产的定义为可分散化总组合收入来源的策略与资产，例如相对价值策略（委托于对冲基金）、巨灾保险组合等。现金类资产中除了现金存款及其等价物之外，亦包含国债。截至 2023 年末，Future Fund 权益类资产的总计持仓占总组合比例约为 46.9%，是在大类资产中占比最高的资产类别。另类资产、实物资产与现金类资产占比分别为 17.0%、16.3%、11.2%。信用类资产占比较低，约为 8.6%。

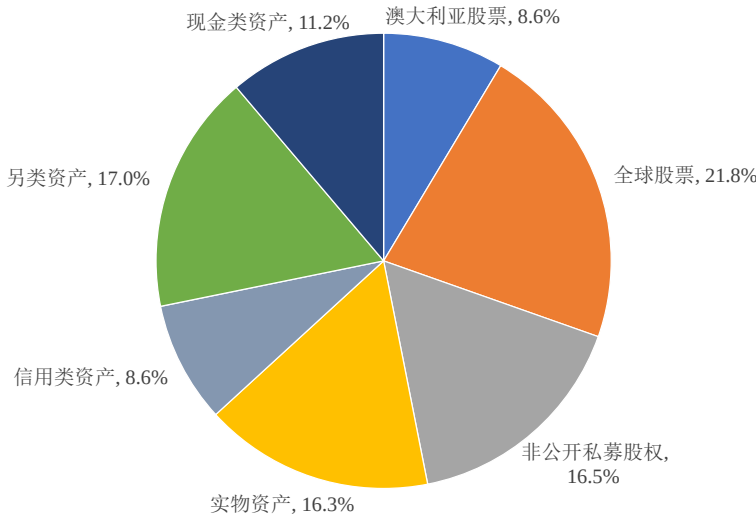


图 1 Future Fund 实际组合大类资产占比（2023 财年末）

历史上 Future Fund 的 EEE 中枢经历过 7 次调整，相对频繁，体现了其“joined-up investment approach”模式较为灵活、动态的特点。调整依据也主要来自于对未来经济形势与资本市场的研判。图 2 展现了历史上 Future Fund 组合 EEE 值的时间序列，以及中枢和区间。在周期 1 中，出于对全球金融风险的担忧，Future Fund 于 2007 年底暂停了投资组合的建仓，董事会设定了较低的 EEE 中枢，并在全球金融危机期间一直保持低位。在周期 2 中，随着全球政府与监管部门持

续推出特殊的经济政策以应对金融危机，董事会上调了 EEE 中枢，提高投资组合的整体风险水平。在周期 3 中，随着欧元区危机逐步平息以及时任欧央行行长承诺“不惜一切代价”维护欧元的完整性，EEE 中枢进一步上调，进一步提高投资组合的水平。在周期 4 中，出于对低利率环境下市场表现强劲资产价格较高，认为未来预期收益将会下降，Future Fund 因而下调了 EEE 中枢，降低了风险资产的持仓敞口。在周期 5 中，由于经济增长和企业盈利情况较好，且各国央行表态将延续宽松的货币政策，因此上调 EEE 中枢，增加风险资产的持仓敞口。在周期 6 中，由于 COVID-19 爆发，为应对较大的资本市场风险，下调了 EEE 中枢。在周期 7 中，由于结构性风险在 2020~2021 财年间已发生变化，EEE 中枢被上调，上调后的 EEE 中枢是历史最高水平。此外，在周期 7 中，EEE 的区间上下界已相比前期收窄。

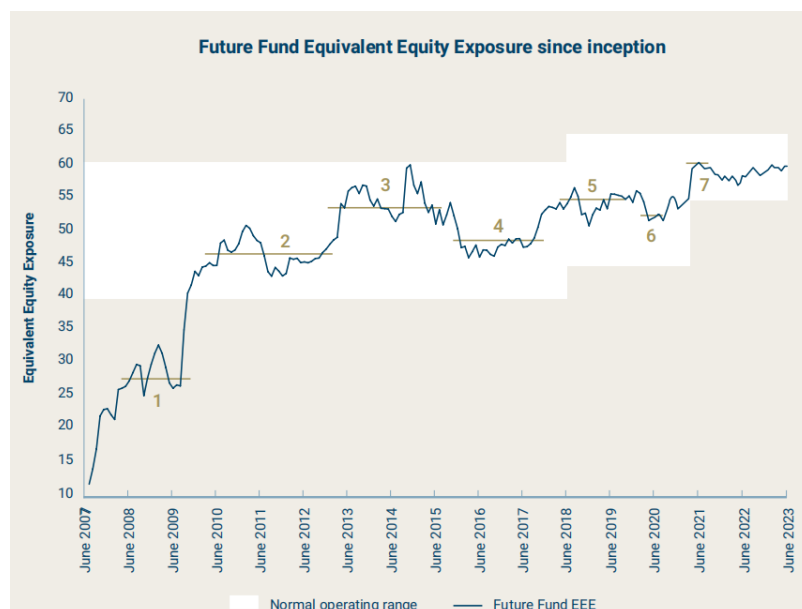


图 2 Future Fund 自成立以来 EEE 变化情况

从过往十个财年来看，大类资产的占比情况与 EEE 数值变化基本吻合。以 2015~2017 财年期间为例，由于 EEE 中枢下调权益类资产在 2015~2017 财年间有所降低，后续随着 EEE 的目标中枢提升，权益类资产占比逐步提升。现金类资产则在 2015~2017 财年显著增加。

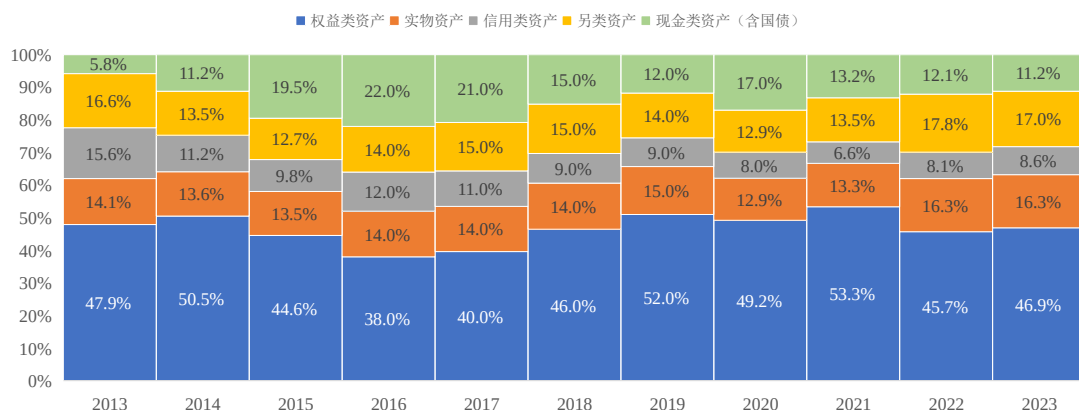


图3 Future Fund 大类资产持仓占比（过往十年）

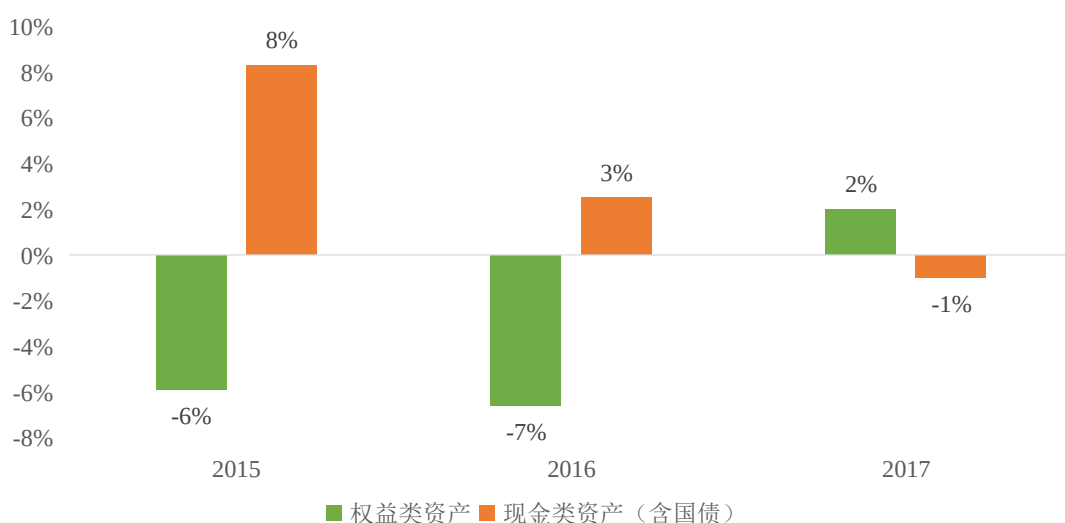


图4 权益与现金类资产年度占比变化（2015-2017 财年）

过往十个财年，权益类资产内部的显著变化为非公开市场股权占比逐步提高、公开市场股票占比逐步下降。非公开市场股权占总组合比例从2013财年末的7.3%提升至2023财年末的16.5%，增幅约为9.2个百分点。公开市场股票占比则从2013财年末的40.6%下降至2023财年末的30.4%，降幅约为10.2个百分点，主要原因为持有境外发达市场股票占总组合的比例从2013年的23.8%下降至2023年的15.9%。

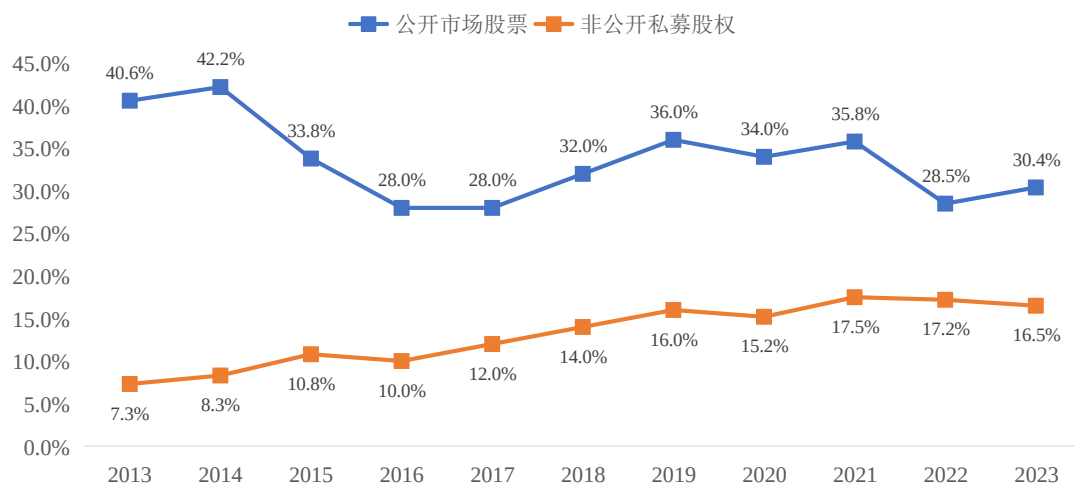


图 5 公开市场股票与非公开私募股权占比变化（过往十年）

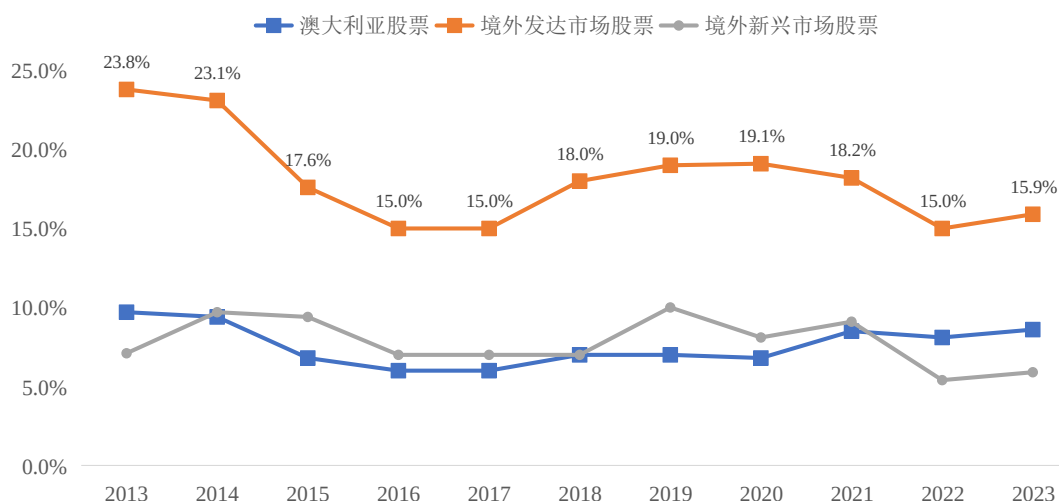


图 6 公开市场股票内部区域占比变化（过往十年）

从区域分布来看，Future Fund 境外资产占比显著，近十年来均值约为 75% 左右。从变化趋势上，境外资产占比呈现出逐步提高的趋势，2013 财年澳大利亚境外资产占比约为 69%，后逐步提升，于 2019 财年达到峰值，约为 80%，近年来稳定在 75~80% 区间。

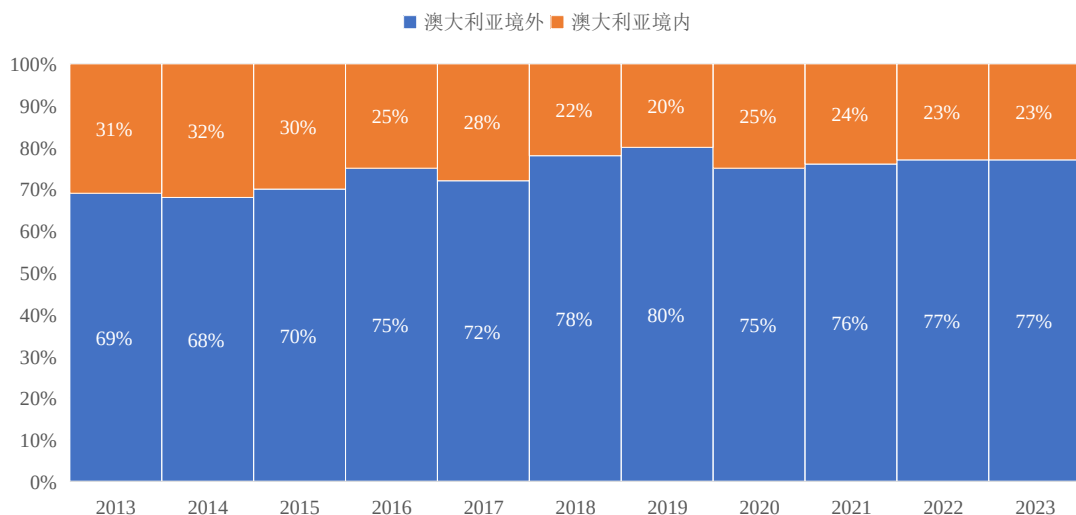


图7 Future Fund 总组合区域分布（过往十年）

具体细分区域来看，境外敞口主要集中在发达国家（地区），新兴国家（地区）占比相对较低。在发达国家/地区中，美国敞口占比总组合最高，近十年来保持在 35~40% 区间，欧洲敞口占比均值约为 14%。新兴国家（地区）与其它发达国家（地区）的占比数据自 2015 财年开始在年报中披露，在此之前，两者的敞口在年报中加总后予以展示。自 2015 财年来，新兴国家（地区）占总组合比例均值约为 12.5%，但自 2019 年以来，占比逐步降低。

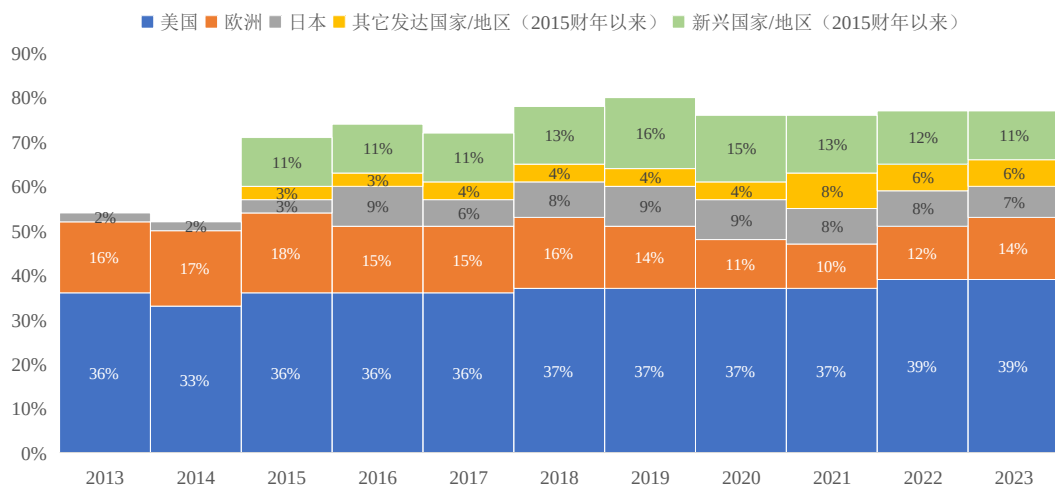


图8 Future Fund 境外资产敞口区域分布（过往十年）

（二）新西兰 Super Fund

1. 配置流程与目标设定

根据《新西兰养老金和退休法案》（New Zealand Superannuation and Retirement Act），Super Fund 应在合理风险水平内，最大化长期财务收益。法案

并未给出 Super Fund 需要实现的绝对收益目标。由于投资期限较长且法案要求最大化长期收益，Super Fund 董事会认为，投资组合需偏重于增长类资产（如股票），以更好实现长期投资目标。

Super Fund 采用参考组合模式开展资产配置。参考组合模式下资产配置的起点是，由 Super Fund 董事会确立一个清晰简明、跟踪便利的参考组合，作为投资组合之锚，决定总组合的收益风险特征。在参考组合基础上，Super Fund 投资团队可在董事会设定的积极风险预算目标下开展积极投资，形成最终的实际组合。积极风险以积极收益（或超额收益）的年化波动率衡量。参考组合与积极风险预算均为每五年进行回顾与审定。换句话说，市场风险（Beta risk）由董事会承担，投资团队职责是为总组合创造超额收入（Alpha return）。

Super Fund 参考组合结构为“80%权益类资产+20%固收类资产”。权益类资产中，新西兰境内股票占总组合权重为 5%，新西兰境外股票为 75%。积极风险预算为 4%。该结构于 2015 年由董事会确立，并在 2020 年董事会的审定中确认延续使用。

表 2 新西兰 Super Fund 参考组合结构

资产类别	权重	基准指数
全球股票	75%	MSCI World Climate Paris Aligned Index hedged to NZD与 MSCI Emerging Market Climate Paris Aligned Index hedged to NZD
新西兰股票	5%	NZX 50 Customised Low-Carbon Index
固定收益	20%	Bloomberg Barclays Global Aggregate Index Hedged to NZD

尽管 2001 年的法案并未对 Super Fund 提出明确的绝对收益率要求，但 Super Fund 董事会对总组合业绩设立了两个基准。一个是参考组合收益率作为相对收益基准，可用于衡量投资团队创造超额收益的能力。另一个是新西兰 90 天国债收益率+3.8%（滚动 20 年窗口）作为绝对收益基准，用于衡量假若将政府选择偿还自身债务、而不是拨款至 Super Fund 开展投资，可节省的利息支出作为机会成本，Super Fund 可以在长期贡献多少价值增加。

2. 资产配置

Super Fund 当前的实际组合将大类资产分类为全球股票、新西兰股票、非公开私募股权、固定收益、另类资产、不动产、农林地与基础设施等。截至 2023 财年末，实际组合持仓如图 9 所示。权益类（全球股票、新西兰股票与非公开私募股权）总计占比约为 51%；固定收益类资产占比约为 24%；另类资产占比 10%；房地产、农林地与基础设施等通胀对冲类资产占比约为 14%。与参考组合“80% 全球股票+20%固定收益”的结构相比，2023 财年末的实际组合超配了固定收益类资产、低配了权益类资产。

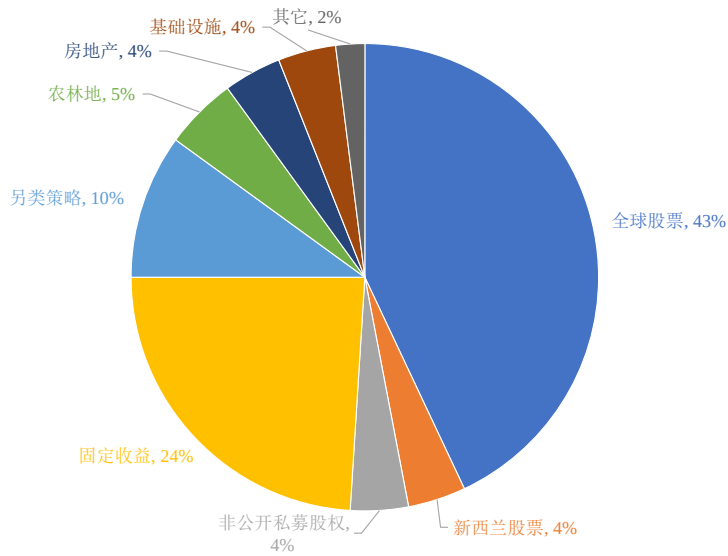


图 9 Super Fund 实际组合结构（截至 2023 财年末）

从过往五个财年（2019 至 2023 财年）趋势来看，全球股票占总组合比例显著降低，固定收益占比显著增加。2019 财年末，全球股票占比约为 67%，固定收益占比约为 9%。相比较，2023 财年末，全球股票占比下降了 24 个百分点，固定收益则提高了 15 个百分点。即，Super Fund 投资管理团队在过往五个财年中，相对显著地运用风险预算，在股债大类资产间开展积极投资，获取相对参考组合的积极收益。考虑到近年来全球利率水平从低位持续攀升，无风险利率上行对于风险资产的风险溢价形成一定压制作用，基于 Super Fund 具备开展长周期投资的资源禀赋，这种调整相对合理，但需承担较大积极波动。新西兰股票、非公开私募股权、农林地等资产类别的占比在过往五年相对稳定。

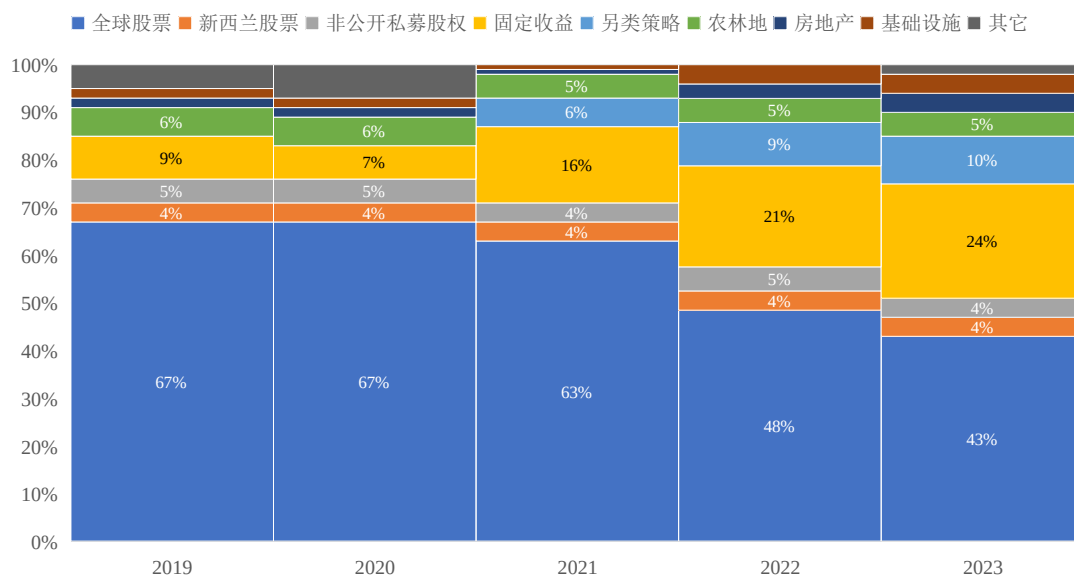


图 10 Super Fund 实际组合持仓结构（过往五年）

由于参考组合中有 75% 的权重配置于全球股票，因此 Super Fund 的总组合主要敞口在新西兰境外。过往五个财年，新西兰境内敞口占比均值约为 15%。境外敞口中，北美地区占总组合比例最高，五年均值约为 50%，且呈逐步上升趋势，主要因为美国股市近年来表现较为强劲。

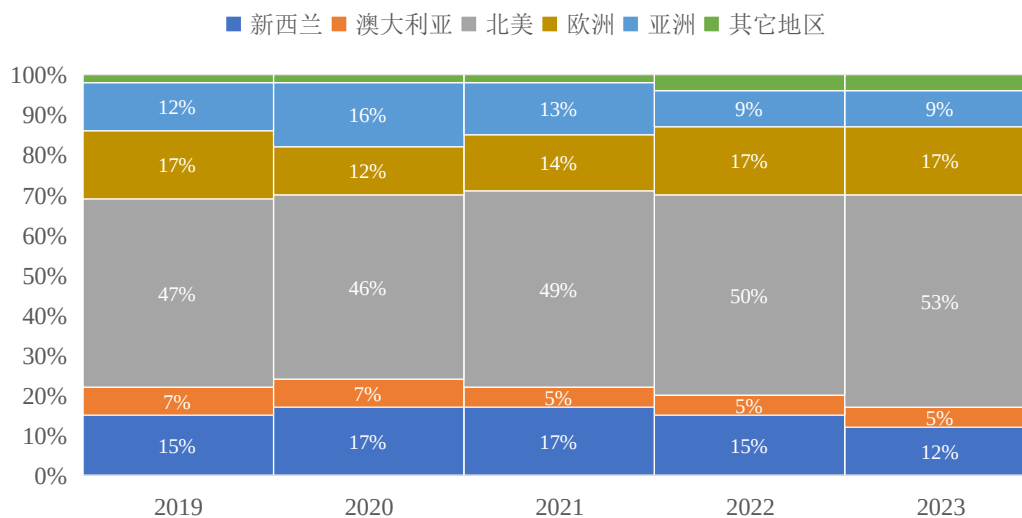


图 11 Super Fund 总组合敞口区域分布

三、投资组合业绩

（一）澳大利亚 Future Fund

Future Fund 过往十个财年里，总组合累计收益率约为 132%（年化约为

8.8%)，同期业绩目标累计收益率约为 93%（年化约为 6.9%）。即，Future Fund 实现并超越了业绩目标（累计超额收益约为 39%），较好履行了作为长期储备金的职能。需要指出的是，Future Fund 并不是每个财年的年度收益率均可实现业绩目标。甚至在 2020 与 2022 两个财年中，总组合收益率为负，与 CPI+4-5% 的收益要求相距甚远。Future Fund 并未因此而大幅缩减风险敞口追求短期安全，而是坚持从长周期视角开展投资，容忍回撤。但由于其配置模式并未设定可参考的相对收益型基准，因而无法衡量投资团队积极投资所创造的价值增加。

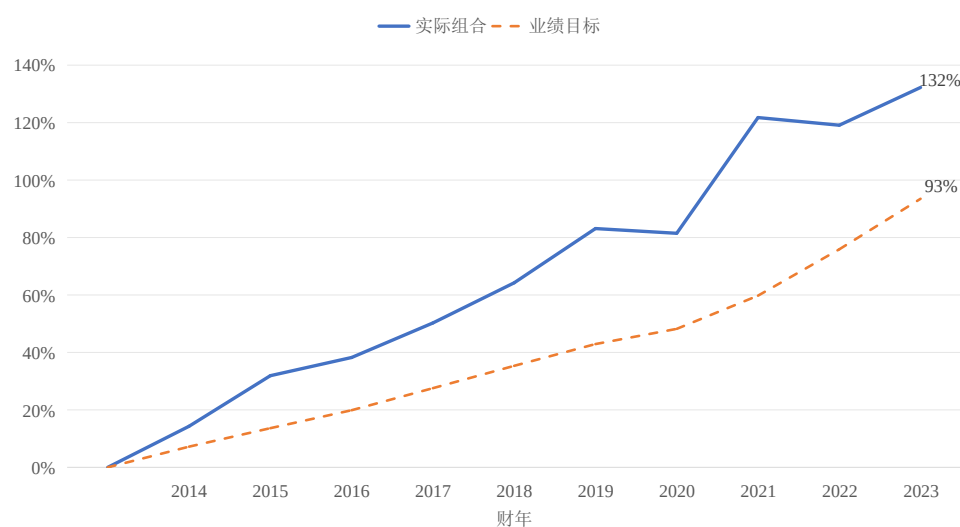


图 12 Future Fund 累计收益率

此外，由于目标收益率为 CPI 加点模式，实现长期目标收益率并不是确定性事件。近年来受全球整体通胀上行影响，Future Fund 的组合年化目标收益率亦被动提高。过往五个财年，Future Fund 实际组合年化收益率约为 7.2%，目标年化收益率约为 7.4%，实际组合未实现目标收益率。若之后通胀持续处于高位，则组合在滚动十年周期下，无法实现目标的概率或进一步增加。

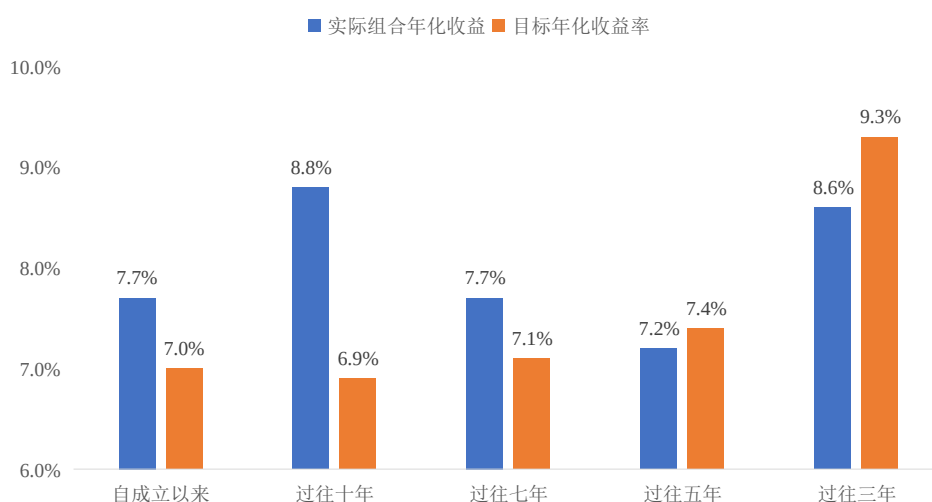


图 13 不同周期实际组合年化收益率 vs. 目标年化收益率

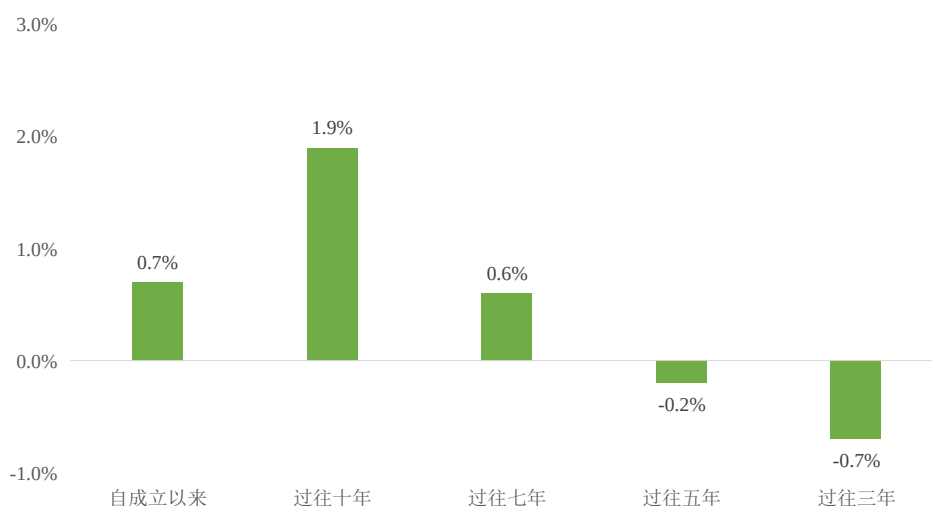


图 14 Future Fund 不同周期组合年化超额收益率（实际-目标）

（二）新西兰 Super Fund

从过往十个财年来看，Super Fund 总组合累计收益率约为 178%（年化收益率约为 10.8%），同期参考组合累计收益率约为 132%（年化收益率约为 8.8%）。Super Fund 投资管理团队在过往十个财年获取了总计约 45% 的超额收益率，年化超额收益率约为 2%，整体上提供了较为显著的积极贡献。但超额收益率在时间序列层面并不平均，也不是每年都取得正向超额收益。2022 财年超额收益最高，约为 7.3%；2020 财年超额收益为负，约为 -2.1%。2023 财年，Super Fund 总组合收益率为 11.9%，同期参考组合收益率约为 12%。累计收益率从 2022 财年亏损带来的回撤中恢复，并创出历史新高。

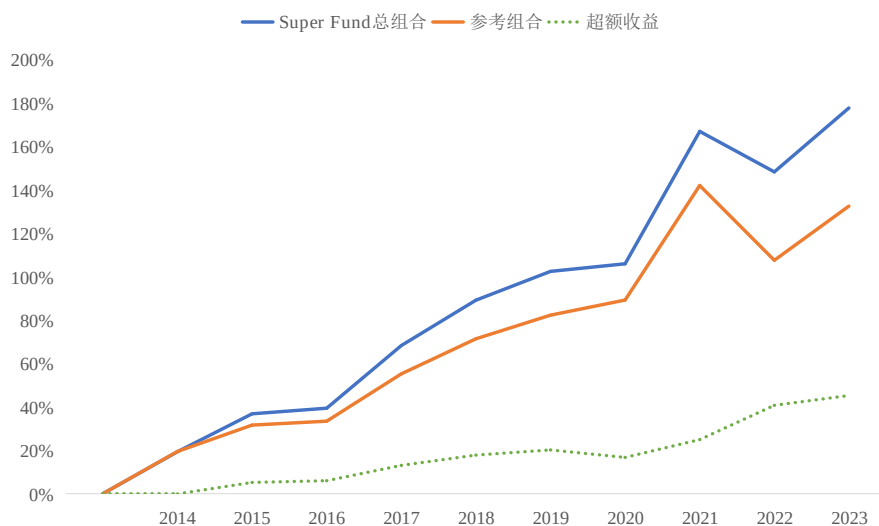


图 15 Super Fund 实际组合累计收益率（过往十年）

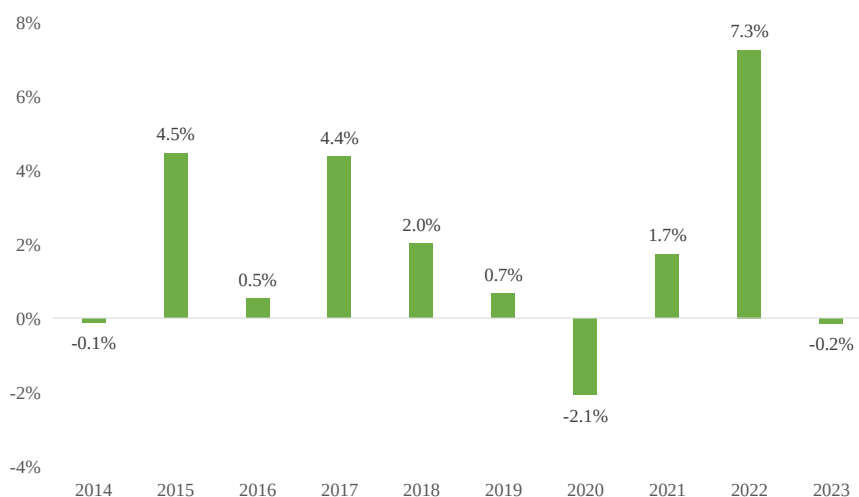


图 16 实际组合相比参考组合超额收益率（过往十年）

根据配置规则，Super Fund 投资管理团队需在董事会授权的风险预算内开展积极投资。以月度收益率数据进行测算，过往十个财年里，Super Fund 投资管理团队并未用满积极风险预算，积极风险十年均值约为 2.3%，且始终在 4% 以内。但自 2020 年以来，积极风险有所提高，接近 4% 的风险预算水平，与前文所述的 Super Fund 实际组合近年来在股债间调整较为显著相称。Super Fund 过往十年超额收益的信息比约为 0.85。



图 17 Super Fund 实际组合积极风险运用情况（过往十年）

四、总结

澳大利亚 Future Fund 与新西兰 Super Fund 两家机构作为应对远期潜在的养老金支出缺口所设立的以长期投资为目标的主权基金，主要职责均是开展长期投资，为各自国民夯实远期养老储备。作为典型的长期资本、耐心资本，其在资产配置与投资实践方面作出了各自的探索，对境内有意或需要开展长期投资的主体提供了可参考借鉴的案例。

两家机构从最终的组合形态上来看具有相似之处。一是均持有较高比例的权益类资产敞口，获取长期更高的预期收益。两家机构在短期内均不承担养老金支出的给付责任，因此可以承担更高的市场风险，获取长期风险溢价。在过往十个财年中，虽然亦需承担股票市场的波动与回撤，但始终保留了较高比例的权益类资产，充分分享了周期内股票市场的增值。二是两家机构均在区域间、资产间开展分散化投资、平滑风险与波动，充分分享不同地区的经济增长红利，获取不同资产提供的差异化收入来源。Future Fund 与 Super Fund 的实际组合敞口中，境外资产均显著大于境内资产，为本国国民充分对冲本国经济发展下行的风险，以资本收入形式获取境外其它地区的经济增长红利。

两家机构最显著的差异在于资产配置的模式。从实践角度来看，澳大利亚 Future Fund 模式难度相对更大，新西兰 Super Fund 相对简明易于复刻。Future Fund 的“joined-up investment approach”强调自上而下与自下而上相结合。微观

层面投资机会可以影响宏观层面大类资产敞口变动。董事会与投委会也不对大类资产配置比例与区间给出明确约束，而是可以基于分析相对频繁、动态地调整总组合风险水平（EEE 值自成立以来曾发生 7 次变动）与大类资产持仓敞口占比。因而，宏观团队对经济形势、资产特征、地缘政治的研判能力对投资结果会产生极为重要的影响。Super Fund 则采用了参考组合配置模式，董事会与投委会各司其职，分别对资本市场整体的 Beta 和反映自身投资能力的 Alpha 负责，与现代金融与组合理论相匹配。董事会通过确立参考组合结构，明确了组合长期的风险收益特征，市场波动风险由参考组合承担。投资团队因而无需持续关注与研判大类资产是否可在给定周期内获得正向收益，以实现绝对收益目标。投资团队可以更好根据委托人的资源禀赋与自身优势，多维度、多样化、在适宜时间开展积极投资，获取长期的超额收入。参考组合模式下，总组合收益可以清晰准确地进行归因，有利于衡量投资团队的真实投资能力。

（感谢对外经济贸易大学金融学院张志立同学在研究报告撰写中的资料搜集整理工作。）

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。