



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

2025 年 2 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。

日本公共养老基金的治理和运营及启示——以政府养老金 投资基金（GPIF）为研究对象

摘 要

日本公共养老金包括国民养老金和雇员养老金两个部分，实行现收现付制，当期养老金缴费高于当期养老金给付的部分交由养老储备管理机构进行长期投资。养老储备金积累的投资回报将在未来的养老金给付中进行逐渐支取。GPIF 作为日本养老储备金的最大管理机构，在厚生劳动省制定的规则下进行投资活动，至今已经进行到第四个中期计划，追求实现最低风险下的投资收益率目标，并根据投资目标进行资产配置和风险管理。GPIF 不仅重视对各类市场风险的管理，而且重视对运营及其他风险的监测和处置，并且建立内控体系和“吹哨”制度，及时阻止和处置风险。在我国，养老储备金同样作为公共养老金的基础，可以借鉴 GPIF 的财政评估制度、公司治理机制、资产配置调整、风险管理体系的理论和实践经验，提高养老金融体系的可持续性。

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

目 录

一、日本养老基金运营机构在公共养老金体系中的地位	1
(一) 日本公共养老金缴费及覆盖范围趋势	1
(二) 日本公共养老基金运营机构	3
(三) GPIF 在日本公共养老金体系中的作用	3
二、GPIF 治理架构	5
(一) GPIF 发展历程及外部管理体系	5
(二) 公司治理及组织结构	6
三、GPIF 投资运营体系及情况	8
(一) 中期计划及投资目标、配置的顶层设计	8
(二) GPIF 最新财年的实际资产持仓情况	9
(三) 投资收益及归因分析	11
四、GPIF 风险管理体系	13
(一) 风险管理政策	13
(二) 组合风险管理与约束	13
(三) 内部控制体系对运营及其他风险的监测和管理作用	14
(四) 另类投资的风险管理	14
(五) 为应对疫情冲击而采取的几种降低风险的措施	15
五、GPIF 的治理及运营对我国养老储备金管理的启示	16

一、日本养老基金运营机构在公共养老金体系中的地位

（一）日本公共养老金缴费及覆盖范围趋势

日本公共养老金主要由国民养老金(National Pension, NP, 也称 Basic Pension)和雇员养老金(Employee's Pension Insurance, EPI)构成¹。此外,还有自愿参加的个人养老金计划,例如个人养老金制度 iDeCo 计划。

国民养老金(National Pension, 简称 NP, 也称 Basic Pension)是日本基础的公共养老金,为全体日本居民提供老年、疾病和死亡保险。1959 年《国民养老金法》强制 20 岁至 60 岁的国民加入国民养老金体系,所有参加国民养老金保险的公民,都必须缴纳保险费,并在缴纳一定年限的保险费后,才能够受领保险金。国民养老金由国家、企业、个人共同缴纳,最初国家缴纳 1/3,其余部分由企业和个人承担;国民养老金的国库负担资金比例从 2004 年开始上调,到 2009 年利用统筹资金实现国库负担 1/2,进一步减轻企业和个人缴纳负担。2012 年通过社会保障和税收一体化改革上调消费税率,以保证国民养老金的财源长期稳定。从 2005 年开始个人缴费每年上调 280 日元,到 2017 年达到每月 16,900 日元后固定下来。对于一些特殊的对象,如无收入的老人、单亲家庭、残疾者、五人以下小企业的被雇佣者等,则采用非缴费型福利年金制度²。

根据日本政府 2021 财年公共养老金精算报告³,日本公共养老金共覆盖 6729 万人。国民养老金覆盖三类人群:类别 1 是自雇人员和学生,约 1431 万人;类别 2 是加入雇员养老金的人群,约 4535 万人;类别 3 是类别 2 的受抚养家属,约 763 万人(图 1)。

雇员养老金(Employee's Pension Insurance, 简称 EPI)建立在国民养老金的基础上,日本政府为企业在职人员设立厚生年金、为公务员及私立学校老师和雇员等设立共济年金制度,2010 年之后统称为雇员养老金。加入雇员养老金同时,

¹ 日本公共养老制度参考文献: Outline of the Japanese Pension System (tentative translation) April 2004 edition, <https://www.mhlw.go.jp/english/org/policy/dl/p36-37h.pdf>, Overview of the Annual Actuarial Report on the Public Pension Plans in Japan Fiscal Year 2021, https://www.mhlw.go.jp/english/org/policy/dl/p36-37a2021_fy_summary.pdf。本文将 Pension 翻译为养老金,区别于 Annuity(年金),因此,日本公共养老体系的两个组成部分在本文分别翻译为:“国民养老金”和“雇员养老金”。

² 李青.日本养老制度发展历程:从“国家福利”到“社会福利”[J].行政管理改革,2019(07);赵敬,孙立娟,鲁吴霜.公共养老金财政评估中的精算应用——以日本为例[J].日本学刊,2019(01)。

³ Overview of the Annual Actuarial Report on the Public Pension Plans in Japan Fiscal Year 2021, https://www.mhlw.go.jp/english/org/policy/dl/p36-37a2021_fy_summary.pdf。

也就自动加入了国民养老金。厚生年金保险的对象是在 5 人以上的企业单位的正式雇员，缴费由企业和雇员各承担 50%。2004 年决定，厚生养老金的保费费率从 2004 年 10 月开始每年上调 0.354%，到 2017 年上调至 18.3%(其中个人负担 9.15%)后固定下来；将厚生养老金的标准养老金额的工资替代率作为给付水平的衡量标准，将给付水平下限定为工资替代率的 50%。共济年金，涵盖国家公务员、地方公务员、私立学校教职员和农林渔业团体职员等人员。

2021 财年，雇员养老金覆盖 4535 万人，即国民养老金中的类别 2 人群；又细分为四类：第 1 类是私人部门雇员，即厚生年金，约 4065 万人；第 2-4 类为共济年金，具体而言，第 2 类是国家公务员，约 109 万人；第 3 类是地方公务员，约 304 万人；第 4 类是私立学校教学和雇员，约 59 万人⁴。日本对公共养老金制度进行了多次修改和改革，至今改革仍在进行中。2016 年起，雇员养老金将非全职工作者纳入，第 1 类和第 4 类中增加了非全职工作人员。

根据 2021 财年精算报告⁵，2021 财年，国民养老金中的类别 1 和类别 3 覆盖人群则分别减少 1.3%和 3.8%。自 1995 年以来，国民养老金中类别 1 和类别 3 覆盖人口均呈现下降趋势，只有类别 2，即雇员养老金呈上升趋势。2021 财年，雇员养老金覆盖人数增加 0.5%，非全职工作人员增长 7.4%，全职工作人员增长 0.4%，可见，增长主要来自于非全职工作人员的加入（图 1）。

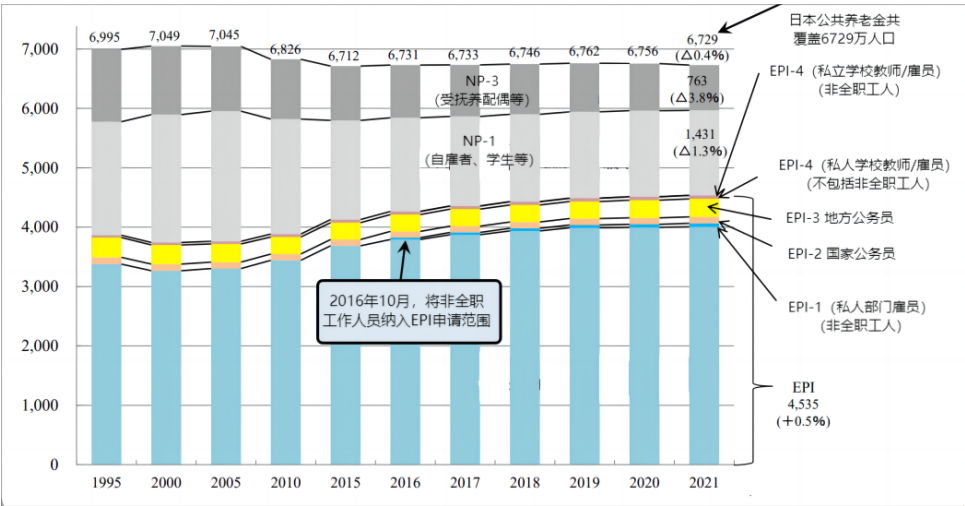


图 1 日本公共养老金覆盖人口趋势

资料来源：Overview of the Annual Actuarial Report on the Public

⁴ Overview of the Annual Actuarial Report on the Public Pension Plans in Japan Fiscal Year 2021, https://www.mhlw.go.jp/english/org/policy/dl/p36-37a2021_fy_summary.pdf。

⁵ Overview of the Annual Actuarial Report on the Public Pension Plans in Japan Fiscal Year 2021, https://www.mhlw.go.jp/english/org/policy/dl/p36-37a2021_fy_summary.pdf。

Pension Plans in Japan Fiscal Year 2021 ,
https://www.mhlw.go.jp/english/org/policy/dl/p36-37a2021_fy_summary.pdf.

（二）日本公共养老基金运营机构

随着人口老龄化加剧及经济增速放缓，未来的当期缴费不足以支付当期养老金支付。日本政府将目前养老金缴费大于养老金支出的部分，作为养老储蓄基金进行治理和运营，为将来的公共养老金收支缺口未雨绸缪。日本养老储备金由 GPIF 管理的基金和养老金特别账户（Pension Special Account）管理的基金构成。

日本养老储备金的管理运营机构共有 4 家：政府养老金投资基金（Government Pension Investment Fund，以下简称 GPIF，也称“公共养老金基金管理运营独立行政法人”）、国家公共员共济组合联合会（Federation of National Public Service Personnel Mutual Aid Associations）、地方政府公务员养老基金共济组合联合会（the Pension Fund Association for Local Government Officials）、日本私立学校振兴共济事业团（the Promotion and Mutual Aid Corporation for Private Schools of Japan）。日本公共养老金体系中国民养老金、厚生年金保险两个公共养老金基金由 GPIF 负责管理⁶，即 GPIF 管理的养老金覆盖国民养老金和雇员养老金中的厚生年金部分；而公务员共济组合分别为国家公务员共济组合和地方公务员共济组合，分别由各自相应的机构负责管理。2015 年日本养老金制度一元化改革之后，四家机构实施相同的投资管理规则。

GPIF 作为其中资金规模最大、历史最悠久的公共养老基金管理运营机构，最能够突显日本公共养老基金管理运营特点。2022 财年末，GPIF 管理的资产规模达到 200 万亿日元（相当于 1.3 万亿美元）⁷。因此，本文以 GPIF 为研究对象，研究日本公共养老基金的治理与运营。

（三）GPIF 在日本公共养老金体系中的作用

日本的公共养老金制度从根本上说是现收现付制度，它结合了代际支持的概念，即从工作一代收取的养老金缴费支持老一代的退休金给付，而不是通过提前积累养老金的方式在未来进行养老金给付。在现收现付养老金制度下，除了给付

⁶向钊. 日本公共养老金基金的管理与运营研究[D].中国社会科学院研究生院.

⁷ 胡振虎. 日本政府养老金投资基金改革及对中国的启示[J]. 经济研究参考, 2017(44).

GPIF annual report FY2022, https://www.gpif.go.jp/en/performance/annual_report_fiscal_year_2022.pdf.

储备外，一般不需要持有大量储备金。然而，为了适当应对日本人口和经济的变化，并为人口出生率进一步下降和人口老龄化做好准备，公共养老金在采用现收现付制度的同时，也留有一定规模的储备金进行长期投资，以夯实养老金融系统的长期稳健性。储备金的来源是养老金缴费中未用于养老金给付的部分。

日本厚生劳动省年金局根据社会经济、人口形势的不断变化，每五年对公共养老金进行一次财政评估。2004 年改革设定了公共养老基金长达 100 年的财政平衡期，假定在此期间内能通过养老基金投资收益和本金实现养老金财政的有限平衡，目标是在财政平衡期的最后一年，养老基金储备金能够满足一年的给付费用。随着每五年一次的财政评估，将财政平衡期不断顺延，以保证未来 100 年间的给付和负担能够保持平衡。最近一次财政评估发生在 2019 年，精算给出了六种宏观情景假设（表 1）。其中，情景 3 被用作基准情景来制定投资目标和中期目标。在情景 3 中，经工资调整后的实际投资回报目标为 1.7%⁸，实际工资回报 1.1%，CPI 增速为 1.2%，名义投资回报目标为年化 4%，这是确保公共养老金长期可持续的投资收益目标。

表 1 2029 年后日本长期经济形势假设情景

		未来经济状况假设		经济假设				(参考)
		劳动参与率	全要素生产率 (TFP) 增长率	CPI 增速	实际工资增速 (经 CPI 调整)	实际投资回报		实际经济增速自 2029 年后的 20-30 年
情景 1	增长情景	经济增长且劳动参与率增长	1.3	2	1.6	3	1.4	0.9
			1.1	1.6	1.4	2.9	1.5	0.6
			0.9	1.2	1.1	2.8	1.7	0.4
情景 4	基本情景	经济局部增长且劳动参与率上升	0.8	1.1	1	2.1	1.1	0.2
情景 5			0.6	0.8	0.8	2	1.2	0.0
情景 6		经济与劳动参与率均不增长	0.3	0.5	0.4	0.8	0.4	-0.5

资料来源：2019（令和元）年财政検証の資料，
<https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/zaisei-kensyo/index.html>。

⁸ [日]2019（令和元）年财政検証の資料，
<https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/zaisei-kensyo/index.html>。

在情景 3 的假设下，GPIF 的资产将于 2079 年达到峰值 479 万亿日元，将是 GPIF2022 财年末资产规模的 2.4 倍（2019 年财政评估进行时，以 2019 财年末 GPIF 的资产规模 151 万亿日元为基础进行）。即在未来 50 年 GPIF 的资产不会被用于退休金支付，从而为积累养老储备金提供了条件。在此后的养老金给付中，大约 90% 的养老金给付由当年的养老金缴费和政府缴款提供，养老储备金（偿还信托资金或支付给国库）则提供约 10%。而在最乐观的情景 1 中，GPIF 资产规模将于 2095 年达到 1008 万亿日元（图 2），更将为公共养老金的可持续性提供强大保障。

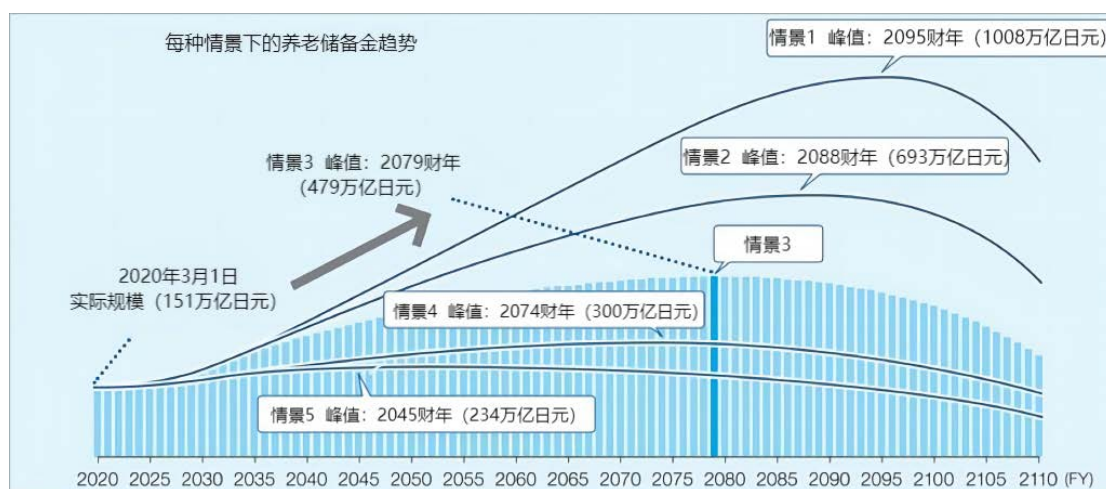


图 2 在不同假设情景下的养老储备金资产规模长期预测

资料来源：GPIF Annual Report 2022。

二、GPIF 治理架构

（一）GPIF 发展历程及外部管理体系

在 2000 年之前，日本厚生劳动省负责管理储备基金，将 147 万亿日元以一定利率交给大藏省下属的资产管理部，资产管理部将 27 万亿日元贷给福利养老金机构，福利养老金机构委托私人资产管理公司管理这部分资金。但是这种运作模式非常低效，福利养老金机构是唯一负责向私人资产管理公司委托投资的机构，储备金中仅极小部分被配置到市场投资中，大多数资金并未使用。随着退休人员数量增加，以及工作人口的减少，储备金的低效管理意味着未来可提供给退休人员的资金支持下降。

2000 年之后，GPIF 设立，以减少储备基金管理中的多余环节，日本厚生劳动省直接将储备金交由 GPIF 进行管理，并获取 6 万亿日元的支付成本（payment

cost)。2006 年，GPIF 成为一家独立的机构。2008 年付清了应付给劳动部的利息，2010 年付清了应付给前资产管理部的利息⁹。

日本养老储备金投资主要受到 3 个法案的管理¹⁰：雇员养老金保险法案（the Employees’ Pension Insurance Act，简称 EPIA）、国民养老金法案（the National Pension Act，简称 NPA）、政府养老投资基金作为独立行政法人法案（the Act on the Government Pension Investment Fund as an Incorporated Administrative Agency，简称 AGPIF）。EPIA 和 NPA 规定“养老储备金应该为养老金受益人在长期进行安全和有效的管理”，AGPIF 规定“养老储备金应该被安全和高效的管理”，因此，养老储备金管理的最基本法律要求是“在长期进行安全和有效的管理”。

日本厚生劳动省是 GPIF 的主管部门，主要职责有四项：一是负责任命 GPIF 的理事会成员（BOG）、审计委员会成员（Audit Committee）、总裁；二是对 GPIF 的业绩表现进行评价，三是批准中期计划（Medium-term Plan），四是听取审计委员会的报告。与其他独立行政法人（Act on General Rules for Incorporated Administrative Agencies, AGRIAA¹¹）接受其主管部门指导相类似，GPIF 在劳动厚生省的中期目标（Medium-term Objectives）指引下工作。中期目标要求在风险最小情况下，GPIF 实现剔除名义工资增长率之后的实际投资收益率，第四个中期目标要求实现 1.7% 的实际投资收益率。GPIF 根据中期目标，开展资产配置构建组合（即政策资产组合，Policy Asset Mix），对储备金进行投资和日常管理。

（二）公司治理及组织结构

GPIF 实施的公司治理是在法律法规及主管部门规则指引范围之内，GPIF 全权负责投资运营和风控事务的架构安排（图 3）。

公司的最高决策机构是理事会（Board of Governor，简称 BOG），理事会成员由日本厚生劳动省任命。理事会由 10 位成员构成，理事长和其他 9 位具有经济、金融、资产管理、商业管理及其他领域专业人士构成，理事会负责制定重大决策，包括政策资产组合的制度、中期计划的制定，年度研发、集团年度报告的准备，与组织相关的重大事宜决定（如雇员规模）；也包括 GPIF 运营相关事宜

⁹ About Government Pension Investment Fund (GPIF)
<https://japanplacementagent.com/en/research/about-government-pension-investment-fund-gpif/>.

¹⁰ [日]厚生年金保険法，<https://www.japaneselawtranslation.go.jp/ja/laws/view/3554>。

¹¹ [日]独立行政法人通則法，<https://www.japaneselawtranslation.go.jp/ja/laws/view/2754>。

的决策，如组合风险管理基本规则的决策、任命高管成员等。理事会制度于 2017 年引入，改变了过去由理事长一人决策的机制，在理事会制度下，由理事会成员实施多数决定制。

审计委员会由日本厚生劳动省部长任命的 3 位理事会成员构成，其中 1 位为常驻委员。审计委员会受理理事会委托，监管高管的日常运营，参加高管层组织的会议，包括投资委员会、风险管理委员会、管理与计划委员会、采购委员会等会议。审计委员会也通过与总裁、执行理事、部门负责人的面谈及调查对 GPIF 的运营状况进行评价和分析。

高管团队由 12 位高管构成，包括理事会主席、8 位理事会成员（包括 3 位兼任审计委员会的委员）、总裁、2 位执行理事。总裁向理事会汇报。总裁提名两位执行理事，须经劳动厚生省批准。一位董事总裁负责计划及总务事务，管理的部门包括：总务部、会计部、计划与沟通部、研究与精算部、组合风险管理部、信息安全管理部；另一位董事总裁同时也是首席投资官，负责管理投资部、ESG 及管理职责部、私募投资部、投资管理部。目前 GPIF 有 160 余位职工。

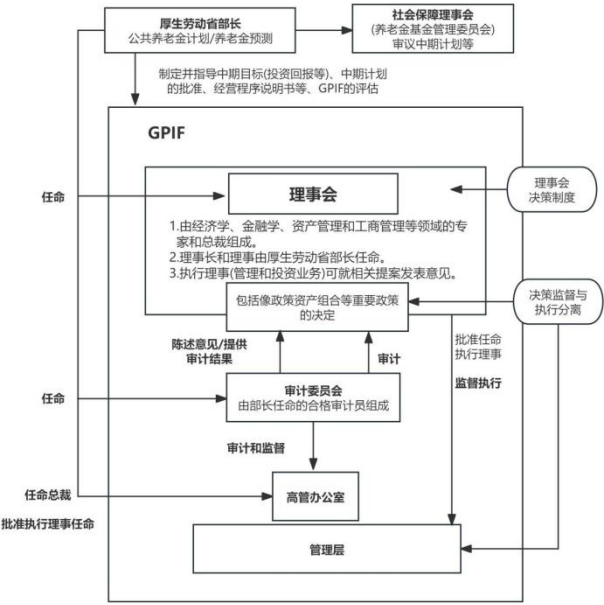


图 3 GPIF 治理架构图

资料来源：GPIF Annual Report 2022。

三、GPIF 投资运营体系及情况

（一）中期计划及投资目标、配置的顶层设计

如前所述，GPIF 的储备资金在 50 年内不会被用于支付，因而决定了其开展长期投资、多元化分散投资的资金属性。中期计划以精算测算为基础，每五年进行一次，最近一期是 2020-2024 财年，投资目标是实现在剔除名义工资增长率之后收益率达到 1.7%¹²。历史上的投资目标分别是：2006-2009 年为 1.1%，2010-2014 年为 1.6%，2015 年后为 1.7%（表 2）¹³。

除了投资收益目标外，中期计划亦会给定政策资产组合。政策资产组合是实际组合的配置指引，实际组合持仓比例可以在配置指引范围内容忍一定的波动与偏离。自 2006 年以来的四个中期计划的政策资产组合的资产配置比例以及偏离限制，根据精算假设进行了持续调整（表 2）。从政策资产组合的配置变化来看，GPIF 大幅提高了股票类资产和境外资产的配置比例，降低了债券类资产与日本境内资产的配置比例。具体来看，债券的配置比例从第一期计划占总组合的 75% 降低到第四期计划中占比总组合的 50%；股票的配置比例从第一期计划的 20% 提高到第四期计划的 50%。从境内外地域配置上看，对日本境内资产的配置从第一期计划的 78% 下降到第四期计划的 50%，对境外资产的配置比例相应地从第一期计划的 17% 提高到第四期计划的 50%。

表 2 2006 年之后 GPIF 的四个中期计划投资目标及配置比例

		国内债券	国内股票	外国债券	外国股票	短期资产	投资目标
第一期 2006-2009 财年	配置比例	67%	11%	8%	9%	5%	1.1%
	偏离范围	±8%	±6%	±5%	±5%	-	
第二期 2010-2014 财年*	配置比例	60%	12%	11%	12%	5%	1.6%
	偏离范围	±8%	±6%	±5%	±5%	-	
第三期 2015-2019 财年	配置比例	35%	25%	15%	25%		1.7%
	偏离范围	±10%	±9%	±4%	±8%		
第四期	配置比例	25%	25%	25%	25%		1.7%

¹² [日]年金積立金管理運用独立行政法人中期計画，https://www.gpif.go.jp/info/midterm_plan_04_2.pdf。

¹³ [日]《基本ポートフォリオの考え方》，《政府退休投资基金中期计划（基本投资组合）变更（2014 年 10 月 31 日）》，<https://www.gpif.go.jp/gpif/portfolio.html>。

2020-2024 财年	偏离范围	±7%	±8%	±6%	±7%		
--------------	------	-----	-----	-----	-----	--	--

※：2014 财年的最后两个季度，即 2014 年 10 月到 2015 年 3 月起实施 2015-2019 财年所列的配置方案。

资料来源：[日][《基本ポートフォリオの考え方》]，《政府退休投资基金中期计划（基本投资组合）变更（2014 年 10 月 31 日）》，<https://www.gpif.go.jp/gpif/portfolio.html>；GPIF Annual Report 2022。

（二）GPIF 最新财年的实际资产持仓情况

1.最新财年的持仓情况

从 2022 财年的实际组合持仓来看，国内债券在总组合中占比 24.83%，国外债券占比 25.04%，国内股票占比 25.15%，国外股票占比 24.98%（表 3）；相比目标配置比例中枢比例的偏离均未超过相应的范围。从配置区域来看，日本境内投资规模为 96.3 万亿日元，占比总组合约 48.15%。总组合的另一半投资于境外，90%以上投放于发达国家，其中，美国占比最高，约 61%；其次为欧洲发达国家，如法国、英国、意大利、德国等，整体占比约为 30%。

自 2013 年起，GPIF 开始配置另类资产，主要包括基础设施、私募股权、地产投资 3 大类，配置目标比例上限为总组合的 5%。2022 财年末，另类资产的投资规模已经达到 2.8 万亿日元，占总组合的 1.38%，但是，另类资产的投资规模根据各个项目属性而分别归于上述 4 个大类资产之中。

表 3 2022 财年大类资产配置及主动被动投资情况

	总组合市值	国内债券	国外债券	国内股票	国外股票
市值（亿日元）	2,001,328	496,902	501,225	503,337	499,865
在总组合占比（%）	100	24.83	25.04	25.15	24.98
被动投资占比（%）	82.82	58.12	86.30	93.08	93.55
主动投资占比（%）	16.12	37.74	13.62	6.92	6.45

资料来源：GPIF Annual Report 2022，被动投资比例和主动投资比例经作者计算。

2.自营与委外

GPIF 投资以委外为主，自营投资占比很低。GPIF 共有职工 160 余人，管理资产规模达 200 多万亿日元，人均管理资产规模为 1.25 万亿日元，如此庞大的人均资管规模使得委外势在必行。根据 2022 财年年披露信息计算，GPIF 的委外投资占比近 93%；自营比例约 7%，约 14.26 万亿日元¹⁴。在自营投资中，以国

¹⁴ GPIF annual report FY2022, https://www.gpif.go.jp/en/performance/annual_report_fiscal_year_2022.pdf。

内债券的主动投资为主，约 13.67 万亿日元；其他大类资产的自营投资规模总规模仅 0.59 万亿，分布于国外债券投资、以及另类投资中的基础设施投资和私募股权投资。股票类投资，包括境内股票资产和境外股票资产投资全部进行委外投资。

在 GPIF 的投资工作中，很大一部分工作是挑选合适的资产管理人，委托外部资产管理人进行相应类别的资产投资。2018 年 2 月，GPIF 推出资产管理人登记系统，邀请全球资产管理人主动进行登记，然后根据投政策、投资流程、组织和人力资源、内部控制、管理活动、行政运营体系、信息安全措施、投资管理费用等几方面量化标准对资产管理人进行三轮筛选和评审，最终挑选出合适的资产管理人进行委托投资。

3.主动投资与被动投资

GPIF 以被动投资为主，这与多数大规模养老基金和主权基金的配置模式类似，因为规模太大，投到任何一个市场上都影响巨大，很难获取超额收益，且主动投资管理费用较高，从而在组合中较高比例采取被动投资。

2022 财年末，GPIF 在管资产中，被动投资在整个组合占比 82.28%，股票类资产和境外债券资产中的被动投资占比远高于国内债券中的占比。在各大类资产中，国内债券中被动投资占比 58.1%，外国债券中被动投资占比 86.3%，国内股票中被动投资占比 93.1%，国外股票被动投资占比 93.6%（表 3）。

2013-2022 财年十年间，GPIF 被动投资在总组合占比虽略有下降，但仍远高于主动投资。被动投资占比十年间从 86%降至 82.82%，主动投资占比从 14%上升至 17.18%。主动投资比例上升主要体现在日本国内债券。近十年，日本国内债券主动投资占比由 9.87%提高到 41.88%，被动投资占比则由 90.13%下降到 58.12%（表 4）。

表 4 2013-2022 财年各大类资产的主动投资比例和被动投资比例变化(%)

财年		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
国内债券	被动	90.13	86.10	82.50	79.38	77.03	75.54	71.45	72.93	76.60	58.12
	主动	9.87	13.90	17.50	20.62	22.97	24.46	28.55	27.07	23.40	41.88
国外债券	被动	71.70	69.85	64.94	60.89	61.98	66.24	73.81	76.12	79.22	86.28
	主动	28.30	30.15	35.06	39.11	38.02	33.76	26.19	23.88	20.78	13.72
国内股票	被动	87.69	86.71	81.52	90.62	90.44	90.58	90.93	92.97	93.65	93.06
	主动	12.31	13.29	18.48	9.38	9.56	9.42	9.07	7.03	6.35	6.94
国外股票	被动	89.37	88.05	84.15	86.45	86.32	90.50	90.17	87.99	90.82	93.57

	主动	10.63	11.95	15.85	13.55	13.68	9.50	9.83	12.01	9.18	6.43
总组合	被动	86.00	83.91	79.28	77.31	76.28	77.87	79.21	82.69	85.21	82.82
	主动	14.00	16.09	20.72	22.69	23.72	22.13	20.79	17.31	14.79	17.18

资料来源：GPIF Annual Report 2022。

（三）投资收益及归因分析

1.日本 GPIF 最新财年的投资组合业绩表现

2022 财年，日本 GPIF 总组合收益率约为 1.5%，收益金额为 2.95 万亿日元。从资产类别来看，债券组合亏损，股票组合盈利。日本国内债券组合收益率为 -1.74%，日本境外债券组合收益率为 -0.12%。日本国内股票组合在政策组合大类资产中 2022 财年收益率最高，为 5.54%；日本境外股票组合同期收益率为 1.84%。

2022 财年基准组合收益率为 1.57%，实际投资表现差于基准组合（基准组合收益率也称复合基准收益率，把各资产类别的月度回报以在组合中的占比为权重进行加权计算，得到月度复合基准回报，再计算为年度复合基准回报），超额收益为 -0.06%。从 GPIF 所使用的归因分析法来看，分为以下几部分：一是资产配置因子，即实际资产组合与政策资产组合的差异；二是基准因子，即政策基准与管理人基准的回报差异；三是基金因子，即单个基金与管理人基准的差异，四是其他因子，包括误差等。2022 年实际组合与政策组合的收益 -0.06% 的差异可以做如下归因：-0.06% 为资产配置因子，-0.11% 为基准因子，0.11% 为基金因子，其他因子为 0。

2.第四个中期计划以来的投资表现

拉长周期观察，过往三年（即第四个中期计划 2020 财年政策组合调整以来）总组合年化收益率约为 10.22%，年化收益率处于历史较高水平，主要得益于在权益类资产在同时期内的表现较好。过往三年累积收益率为 33.91%，高于基准组合的累积收益率（33.73%），获得 0.18% 的超额收益。

从四大类资产来看，过往三个财年，日本境外股票的业绩基准指数累计收益率达到 94.86%，日本国内股票则为 53.38%。日本境外债券的业绩基准指数累计收益率为 6.81%，而日本国内债券则是政策组合中唯一一个业绩基准指数三年累计收益率为负的大类资产，基准累计收益率为 -3.53%。也就是说，境外股票与债券资产的基准表现，均好于日本国内的股票与债券资产基准。

3.过往五年的投资表现

过往五年总组合年化收益率约为 5.2%，显著低于过往三年的收益率，主要原因是 2019 财年全球股票市场表现较差，全年录得负收益。在超额收益方面，过往三年年化为 0.05%，过往五年年化为-0.11%，并不稳定。但考虑到 GPIF 主要的投资模式为被动型，且另类资产头寸较小（且在政策组合层面没有单独归类），所以可以推测 GPIF 并未着力于获取显著的超额收益，更多从配置层面获取与负债结构所匹配的收益来源。

考虑到 GPIF 于 2014 年 10 月在政策组合层面增配了权益类资产、减配了债券类资产，并且同时在地域上增加境外配置、减少日本国内配置。于 2020 财年则降低了日本国内债券配置，增加了日本境外的债券配置。也即，GPIF 于 2014 财年与 2020 财年所做出的政策组合调整，都提高了总组合在配置层面所获取的收益。

4.自成立以来的投资收益累积资产规模

自 2001 年起到 2022 财年末，投资的积累回报达到了 108.38 万亿日元，占总组合 200.13 万亿日元规模的 54.15%，即一半以上的养老储备金积累来自于投资回报。迫于负债端人口老龄化程度不断加深的压力，投资端所需获取的长期投资目标中枢在提高，由第一个中期计划的 1.1%，提高到第二个中期计划的 1.6%，再提高到第三个到现在第四个中期计划的 1.7%（图 4）。GPIF 的年度投资收益率虽然有所波动，但是 2001 财年-2022 财年的年化实际投资回报为 3.59%，超过 2015 财年以来所要求的实际回报率（1.7%），即实现且超越了投资目标。但是，从相对收益视角来看，GPIF 自 2006 年成为独立法人以来的年化收益率为 3.81%，仍低于基准组合收益率（3.84%），超额收益为负 0.03%。

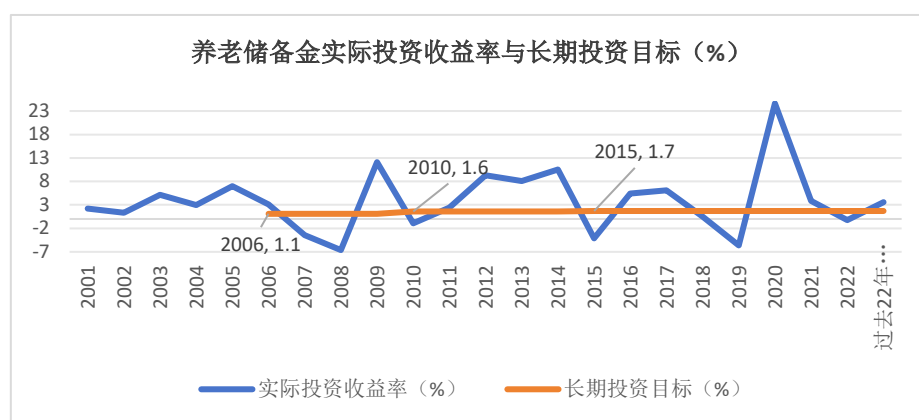


图 4 2001 财年以来年度实际投资收益率与长期投资目标

资料来源：GPIF Annual Report 2022。

四、GPIF 风险管理体系

（一）风险管理政策

GPIF 的风险管理政策包括：一是 GPIF 制定政策资产组合并进行合理管理，使其在最小风险下获取要求的收益。二是 GPIF 应采取多元化投资组合的风险管理基本原则，通过多元化资产配置于不同风险回报特征的资产而降低风险。三是 GPIF 应在总组合层面、单个资产类别、单个资产管理者层面进行风险管理，确保总组合及各资产类别实现基准收益。四是应基于对市场环境的合理预期，在政策资产组合的偏离限制之内进行灵活投资。五是应 GPIF 发挥长期投资的优势，更注重长期收益的稳定性，同时为养老金支出保持必要的流动性。六是应持续强化专业能力和可靠性，强化合规操作，落实信义义务。

（二）组合风险管理与约束

GPIF 将所面临的风险分为两大类：一是组合风险（包括市场风险、信用风险等），二是运营及其他风险。

GPIF 对组合风险的管理与约束措施主要包括：一是灵活调整实际组合，使四大类资产的偏离以及全部股票和全部债券的偏离（不超过政策资产组合中各自的配置比例的 11%）在规定范围之内。二是为另类资产在总组合中的占比设置 5% 的上限。三是在再平衡中使用股指期货，快速进行再平衡，降低再平衡中价格波动风险。四是监测跟踪误差和在险资产比率，跟踪误差是相对于政策资产组合的综合基准收益率而言，2022 财年跟踪误差控制在 16-44 个基点（每个基点即 0.01%）。在险资产比率是由实际组合的在险资产作为分子，以政策资产组合的在险资产作为分母，得到的比率，反映实际组合相对于政策资产组合的风险程度，2022 财年这一比率在 1.00-1.04 之间。

此外，GPIF 认为自身作为“全能所有者”和“跨代投资人”，从长期投资视角采取以下风险管理措施：

一是进行压力测试。从历史经验来看，GPIF 对类似 2008-2009 年全球金融危机冲击、2001 年互联网泡沫破裂冲击、新冠疫情冲击等情景下，对组合的影响都只有短期，之后市场将恢复，投资收益将回到预期水平。

二是进行长期投资。GPIF 对当前的政策资产组合过去 34 年的表现进行了回溯，结果显示，年度最大收益超过 30%，年度最大亏损超过-20%，但是，从长期来看，过去 34 年中的任何一个 10 年都未出现负回报。

三是进行 ESG 投资。GPIF 认为 ESG 投资可以降低对环境和社会的负外部性，从而提高了整体资产的可持续性。

四是降低长期风险的发生概率。每 5 年进行的财政评估旨在选择最有效的组合配置，最小化未实现储备规模预期目标的可能性。现有政策资产组合在 25 年内出现低于计划储备的可能性为 38.1%，低于此前政策资产组合出现同样情形的可能性；在 50 年内出现低于计划储备的可能性为 39.8%（40.0%），低于此前政策组合出现同样情形的可能性（43.0%）。

（三）内部控制体系对运营及其他风险的监测和管理作用

GPIF 设置内部控制委员会，负责识别、分析、评估运营风险（包括声誉风险），并在日常运营中采取措施阻止运营及其他风险发生。2019 年 7 月理事会发布了运营及其他风险管理新规则，根据新规则，GPIF 每年对潜在风险进行识别、分析和评价，GPIF 每个部门都被要求对发生的任何风险快速采取合适措施，对识别出来的风险向运营及其他风险监管的部门和内审部报告，运营及其他风险情况每年向理事会汇报一次，对于重大运营及其他风险则迅速向理事会汇报。

对于大型机构投资者而言，合规尤为重要。由于涉及的资产类别多、地域广，特别是另类投资高度个性化，所有高管和雇员遵守投资原则及行为准则极其重要，GPIF 在合规风险控制系统中，建立了“吹哨”制度，对非法或不当行为发生时（或预期发生时）采取纠正措施和阻止措施。

（四）另类投资的风险管理

另类资产（包括基础设施、私募股权、地产投资）具有与传统资产不同的风险收益特征，总组合风险中包括另类投资所带来的特别风险。通常，传统资产面临的风险包括市场风险、流动性风险、信用风险、国别风险等。但是，另类资产还面临其他风险，例如：特定资产类别的资产管理人专长、长期投资的组织稳定性、公允价值的有效性、商业环境的持续性等方面因素的变动，由于另类资产的低流动性，上述每个特定因素的变动都显著影响投资成败。

为了管理私募市场风险，GPIF 设置的风险管理架构较其他机构更为特别：在私募市场部下设投资部门和风险管理部门，前者负责对资产管理者进行持续的评估，对组合进行持续监测；后者负责对多种风险进行及对类似资产管理者的组织变化这种质变持续监测。私募市场部的投资部门从总组合风险部获取投资额度，而私募市场部内设的风险管理部门与总组合风险部进行合作，同时，投资部门和风险管理部门进行信息共享。

（五）为应对疫情冲击而采取的几种降低风险的措施

2021 财年期间（2021 年 4 月 1 日到 2022 年 3 月 31 日）疫情对资管市场形成冲击，GPIF 采取的降低风险的主要措施具有一定借鉴意义¹⁵：

一是降低公司债券在境外债券中的比例。2020 财年，GPIF 曾经由于息差扩大，而提高了公司债券在境外债券中的比例。2021 财年，GPIF 将公司债券在境外债券中的占比降低到 5%，特别是高收益债的数量降到了 2020 财年末峰值时不到 1/5。

二是使用股指期货加快再平衡操作。波动性加剧使得四大类资产的再平衡比以往风险更大。为确保政策资产组合的风险收益特征，GPIF 进行灵活再平衡操作，自 2021 财年起在自营投资中引入股指期货，利用期货的效率优势，开展再平衡。股指期货采用保证金交易，对股票指数敞口调整相比于现货更加便利，对于具有时效性要求的跨国别、跨资产交易，在资金管理、交易误差等各方面都较股票现货操作更优。

三是降低对美债的货币对冲操作。GPIF 的货币对冲是基于对所持境外债券和境外股票组合进行综合考虑，而且，对境外债券组合和计入国内债券组合的境外债券（GPIF 将已进行货币对冲的境外债券计入国内债券）统一进行久期管理。2022 财年，基于美元利率上升的担忧，GPIF 将货币对冲的美债减少 1 万亿日元的持仓，这样做既降低汇率风险，又节省对冲成本。

四是将结算风险高的证券从基准中剔除，并降低持仓。

五是降低主动股票基金持仓规模，2021 财年所有主动管理境外股票基金表现均差于基准，GPIF 因此将持仓规模降低 2 万亿日元。同时，为了降低基金配置集中度风险，达到多元化配置效应，GPIF 将继续增加主动基金数量。

¹⁵ GPIF annual report FY2021, https://www.mhlw.go.jp/english/org/policy/dl/p36-37a2021_fy_summary.pdf.

六是评估借券和借贷中的抵押品。GPIF 通过将组合中所持有的证券出借而获取一定的借贷收益。为了防止借券人的信用风险，要求借券人提供等价的证券作为抵押品。为避免发生美国市场借券人破产的类似风险，GPIF 对借券安排中接受的抵押品类型进行持续评估。

五、GPIF 的治理及运营对我国养老储备金管理的启示

GPIF 目前是全球最大养老储备基金，2001 财年到 2022 财年 22 年间，积累的投资回报占总资产规模的一半以上，带给我国养老储备金管理的启示如下：

一是重视负债端测算，进行定期财政评估。为保持养老储备金在长期的可持续性，日本养老储备金的主管部委劳动厚生省每 5 年进行一次财政评估，根据经济和人口情况，确定确保持续性而在必须实现的投资目标(以 5 年为一个中期)，GPIF 再根据投资目标进行资产配置调整，以及进行给付水平的调整。这是典型的负债端决定投资端的操作实践，并且计划的可持续性时间设定为 100 年，这是超长期的规划，涉及几代人的养老金缴费与给付。值得我们借鉴得不仅是其财政评估的指标假设，还有评估的超长期时间跨度，使得养老储备金为整个养老体系的长期可持续性夯实基础。

二是治理架构上，GPIF 的主管机构劳动省负责制定战略性规划，对重大事项进行审批，任命理事会成员及总裁及对执行理事的提名人选进行审批。GPIF 负责养老储备金的投资和风控事务，只要在劳动厚生省指引范围之内的决策，不须再经劳动厚生省审批。这与国际上以政府财政收入或以养老计划参与者缴费作为来源的养老基金类似（如挪威政府养老基金 GPFG），是在法律法规及主管部门规则指引下，养老基金管理机构对投资和风控事务的全权负责制度，可以规避对投资行为和风控行为的行政干预，使养老基金按照市场规则运作。

三是根据投资目标调整资产配置，并不是一味地强调规避风险。GPIF 自 2006 年法人化以来，为实现不断提高的投资目标水平，而对政策资产组合进行了资产配置调整，一是提高了对股票类资产的配置比例，目前的股债比达到 50: 50，并逐渐引入了另类投资；二是扩大境外投资比例，境外债券和境外股票各占总组合的 25%。虽然与不少西方国家的激进风险配置相比，股权资产和境外资产占比较为温和，但 GPIF 作为全球最大养老储备金拥有 200 万亿日元的规模，为实现投资目标，已在进行审慎的资产配置调整。此外，总规模和雇员人均在管资产规

模巨大，GPIF 主要采取被动和委外投资，外部资产管理人对储备金管理极为重要。GPIF 设立专门网站吸引全球资产管理人，并在年报中对受委托的资产管理人的委托规模、业绩基准、投资表现、管理费用进行了详细披露，保持了较高的透明度。

四是综合的风险管理体系。高管团队中，有两位直接向总裁负责的执行理事，一位负责投资相关事宜，一位负责风险及其他总务行政事宜，这使得在组织架构上投资和风险获得一定平衡和制衡。对于总组合面临的市场风险，GPIF 设置配置偏离限制，监测跟踪误差及在险价值比例指标，进行压力测试等着眼控制长期风险的风险管理方法。对于另类投资，则在私募投资部下设风险管理处，负责对个性化的另类投资的日常评估，也负责与总组合的风险管理部门的及时沟通。对于运营及其他风险，GPIF 在贯穿公司运行的内部控制系统中，设置合规委员会等共同管理运营及其他风险，建立“吹哨”体系，对可能出现和已经出现的运营及其他风险进行及时预警和处置。

参考文献:

- [1] 赵敬,史涵婷.日本个人养老金制度对我国的启示——以 iDeCo 计划为研究对象[J].日语学习与研究,2023(06).
- [2] 向钊.日本公共养老金基金的管理与运营研究[D].中国社会科学院研究生院.
- [3] 李青.日本养老制度发展历程:从“国家福利”到“社会福利”[J].行政管理改革,2019(07).
- [4] 赵敬,孙立娟,鲁吴霜.公共养老金财政评估中的精算应用——以日本为例[J].日本学刊,2019(01).
- [5] 孙瑜.全球公共养老金经验:日本政府养老投资基金管理与绩效研究[M]//董克用,姚余栋,主编.养老金融蓝皮书:中国养老金融发展报告(2022).北京:社会科学文献出版社,2022.
- [6] 胡振虎.日本政府养老金投资基金改革及对中国的启示[J].经济研究参考,2017(44).
- [7] Outline of the Japanese Pension System (tentative translation) April 2004 edition, <https://www.mhlw.go.jp/english/org/policy/dl/p36-37h.pdf>.
- [8] Overview of the Annual Actuarial Report on the Public Pension Plans in Japan Fiscal Year 2021, https://www.mhlw.go.jp/english/org/policy/dl/p36-37a2021_fy_summary.pdf.
- [9] [日]2019(令和元)年財政検証の資料, <https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/zaisei-kensyo/index.html>.
- [10] [日]厚生年金保険法, <https://www.japaneselawtranslation.go.jp/ja/laws/view/3554>.
- [11] [日]独立行政法人通則法, <https://www.japaneselawtranslation.go.jp/ja/laws/view/2754>.
- [12] [日]年金積立金管理運用独立行政法人中期計画, https://www.gpif.go.jp/info/midterm_plan_04_2.pdf.

- [13] [日][《基本ポートフォリオの考え方》](2014年10月31日),
<https://www.gpif.go.jp/gpif/portfolio.html>.
- [14] GPIF annual report FY2022,
https://www.gpif.go.jp/en/performance/annual_report_fiscal_year_2022.pdf.
- [15] GPIF annual report FY2021,
https://www.mhlw.go.jp/english/org/policy/dl/p36-37a2021_fy_summary.pdf.
- [16] About Government Pension Investment Fund (GPIF)
<https://japanplacementagent.com/en/research/about-government-pension-investment-fund-gpif/>.

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。