

热点研究

日本政府养老金投资基金（GPIF）资产配置经验借鉴

日本是较早进入深度老龄化的发达国家，政府为应对老龄化问题对其养老金第一支柱——政府养老金投资基金（GPIF）进行了多次改革，积累了制度建设及资产配置的丰富经验。深入分析 GPIF 制度及其资产配置，为我国第一支柱养老金体系建设提供经验借鉴。

一、日本政府养老金投资基金（GPIF）基本情况

日本养老金第一支柱核心为 2001 年创设的政府养老金投资基金 GPIF（Government Pension Investment Fund），其前身为 1959 年成立的日本国民年金基金，创设时吸收了原第一支柱内的国民年金、厚生年金、共济年金三大年金计划的盈余。GPIF 多年来一直蝉联全球规模最大的公共养老基金，根据 2023 年日本厚生劳动省发布的白皮书与 GPIF 年报，其资产规模已达 1.59 万亿美元，覆盖约 1.2 亿国民，覆盖率约为 97.4%。

GPIF 历经数次重大改革调整，现行框架依照 2017 年发布的《养老金累计基金管理运用独立行政法人法》设立单独理事会替代原投资咨询委员会，设立审计委员会负责监督、监察，加上既有的执行部，形成决策、监督和执行“三方制衡”的组织机制。改革后，GPIF 脱离了原有政府附属机构定位，市场化运作效率明显提升，工作透明度得到了较大提高，逐渐成为市场化、全球化的养老资产管理机构。

二、GPIF 配置管理概况

（一）配置原则及目标

GPIF 资产配置原则及收益目标均由厚生劳动省制订：投资原则遵循长期导向，在注重风险管理的前提下兼顾收益；收益目标，每 5 年由厚生劳动省围绕经济、利率、人口、全球市场冲击等要素研判调整，成立初始目标值为 1.1%，近年来连续攀升，至 2019 年已上浮至 1.7%并延续至今。

（二）配置政策

GPIF 配置政策主要体现在对政策资产组合（Policy Asset Mix）的制订与调整。该组合依据收益目标和风险承受能力设定不同资产类别的基准比例范围，再通过对境内外股债市场的宽基指数进行加权计算规定组合内各类资产的风险收益目标。GPIF 通过设定政策资产组合指导与约束投资行为，并作为考核投资配置业绩与计算超额收益的基础。政策资产组合在制订时主要参考了以下指标：

资产类别	基准指数
国内债券	野村证券基点指数，不含 ABS
国外债券	富时全球政府债指数，不含日本
国内股票	东证股价指数
国外股票	摩根士丹利全球指数，不含日本

2013 年前，政策资产组合以日本国内债券为主，伴随通胀走高及宽松货币政策，日本国内债券收益率大幅走低。为达到预定收益目标，自 2013 年起 GPIF 逐步调整政策资产组合，风险偏好上移，加大对境内外权益类资产的投资，至 2020 年国内债券在政策组合中比例由初始值 67%压降至 25%，境内外股债达到均衡分布。此外，考虑到市场短期波动影响，GPIF 对政策资产组合的各类资产配比设置了基准偏离度，便于在合理范围内进行灵活配置以达成既定收益目标，其政策组合资产偏离度（%）如下：

时间	国内债券	国外债券	国内股票	国外股票
2006.06-2013.06	±8	±5	±6	±5
2013.06-2014.10	±8	±5	±6	±5
2014.10-2020.03	±10	±4	±9	±8
2020.04-至今	±7	±6	±8	±7
	±11		±11	

（三）业务模式

委外是 GPIF 投资配置的主要业务模式，截至 2023 年 GPIF 共运营约 200 只养老金子基金，超 9 成项目通过委外设立，涉及 39 家资产管理公司。2018 年前委外机构的管理费近似于固定薪酬，缺乏有效激励，2018 年后受到收益等压力，开始采用与绩效挂钩的收费模式，在降低基本费用的同时取消基金费率限制并采用薪酬递延，改革后机构综合费率得到较好管控，使投资机构能够更加着眼于中长期超额收益。

三、GPIF 配置情况与既往业绩

GPIF 资产规模及累计投资收益整体均呈上升态势：资产规模方面，由 2001 年 38.6 万亿日元增至 2023 年 245.98 万亿日元，年均复合增速 8.8%；累计收益方面，自 2003 年起处于盈利累积状态，累计投资回报由 2003 年 1.85 万亿日元增至 2023 年 153.8 万亿日元，复合增长率达 24.7%。年度投资回报率受国内及国际环境影波动较大，除金融危机及全球新冠疫情年份外，各财年投资回报率基本稳定在 2.0%-4.5%高于 1.7%的回报目标。

（一）配置策略：由均衡趋向被动

GPIF 自 2001 年设立时，主动投资与被动投资占比基本相同，之后为控制管理成本与分散风险，GPIF 逐步提高被动投资比例。截至 2023 年被动投资升至 82.3%：其中境

内、外债券投资被动投资占比为 48.9%与 96.8%;境内、外权益资产被动投资占比为 95.5%与 88.0%，委外业务的管理与托管费得到大幅压降，投资标的分散化程度进一步提高。

(二) 债券类资产：整体下调，增配海外

2006 年受政策资产组合调整影响，债券占比由 75%逐步调降至 2023 年的 50%，减配国内债券同步增配海外债券，国内债券整体占比由 67%调降至 25%，海外债券由 8%调增至 25%。增配的海外债券主要以发达经济体为主，其中又以美国占比最高，至 2023 年已达 31 万亿日元，占有海外债券比重约为 54.6%，除美国外配置占比前五的为法国、意大利、德国、英国与西班牙。收益表现方面，海外债券收益贡献显著提高，2023 财年收益达 1.4 万亿日元，国内债券收益仅为 3615 亿日元，海外债券债券收益贡献率由 12.2%增至 78.9%，成为债券收益的主要来源。

(三) 权益类资产：大幅增配，内外平衡

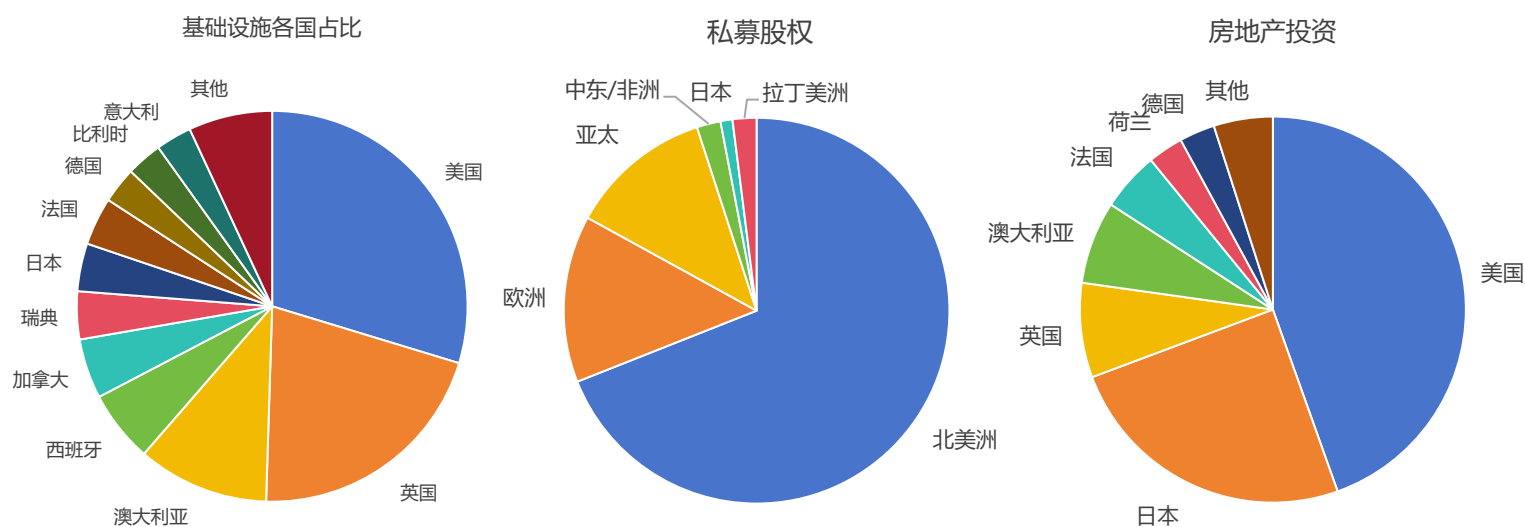
2014 年前，GPIF 以配置债券资产为主，伴随债券收益下降造成养老金缺口日益显著。为获取高收益补缺，安倍政府自 2016 年起推动政策资产组合改革，增加股票等权益类资产占比。至 2023 财年，权益类资产规模扩充至 124.45 万亿日元，年复合增长率达 11.8%，其中海外股票规模由 3.82 万亿日元增至 62.9 万亿日元，复合增长率 13.6%，权益类资产总规模占比由初始 27.6%增至 50.6%。配置方面，境内与海外权益类资产配比基本持平，海外以欧美发达经济体股票为主，其中美股处于绝对领先地位。2023 财年，海外股票资产配比前五为国家为：美国（72.4%）、中国（4.5%）、英国（4.3%）、法国（3.3%）、德国（2.4%）。持仓股票以美国科技与信息服务类企业为主，前十投资对象有苹果、微软、亚马逊、脸书、谷歌等，对我国互联网企业较为青睐，阿里、腾讯都曾跻身于前十，近年持仓情况如下：

排名	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY
1	苹果	苹果	微软	微软	苹果	苹果	苹果	微软
2	微软	微软	苹果	苹果	微软	微软	微软	苹果
3	亚马逊	亚马逊	亚马逊	亚马逊	亚马逊	亚马逊	亚马逊	英伟达
4	脸书	脸书	脸书	脸书	脸书	谷歌-A	英伟达	亚马逊
5	强生公司	摩根大通	谷歌-C	谷歌-C	谷歌-C	特斯拉	谷歌-A	脸书
6	埃克森美孚	强生公司	强生公司	谷歌-A	谷歌-A	谷歌-C	谷歌-C	谷歌-A
7	摩根大通	谷歌-C	谷歌-A	阿里巴巴	台积电	英伟达	特斯拉	谷歌-C
8	谷歌-C	美国银行	摩根大通	强生公司	阿里巴巴	台积电	脸书	礼来
9	富国银行	谷歌-A	VISA	VISA	特斯拉	脸书	联合健康集团	台积电
10	谷歌-A	腾讯控股	埃克森美孚	雀巢	摩根大通	联合健康集团	埃克森美孚	博通

收益方面，2023 财年国内与海外收益分别约为 1.3 万亿与 1.1 万亿日元，贡献相对均衡；权益类资产收益总额由 901 亿日元增至 2.42 万亿日元，总收益贡献率由 16.8%增至 58.6%，已成为 GPIF 收益的主要来源。

(四) 另类资产

另类资产流动性较差，但具有长期性、高回报性、与资本市场低相关性等优点，有助于增强投资组合收益的稳定性，故 GPIF 自 2013 年开始增配另类资产。初期配置较为保守以基础设施为主，侧重于核心基础设施如电厂、电网、电信、可再生能源等；2015 年起扩增私募股权资产，侧重于初创期至扭亏期企业；2017 年增配房地产，偏好于发达国家核心多物业形式的房地产基金。2013 财年至 2023 财年 GPIF 投资的另类资产规模由 20 亿日元增至 3.7 万亿日元，复合增长率达 167.1%，占 GPIF 总资产规模升至 1.5%。2023 财年另类资产分布主要为基础设施 1.85 万亿日元、房地产 1.17 万亿日元、私募股权 0.68 万亿日元，各类资产投资分布情况如下，美国与其他西方发达经济体资产为主要投资对象。



四、GPIF 资产配置的经验借鉴

（一）探索市场化治理与专业化运作

GPIF 通过“三方制衡”机制提升治理效能的经验表明，适度引入市场化管理有助于优化决策效率。我国或可逐步探索基本养老金运营中“管办分离”的可行路径，通过引入专业机构参与投资管理、完善绩效考核机制，提升资产配置的专业化水平。委外管理模式的“绩效挂钩”机制，可在现有政策框架下探索与激励相容的收费方式，引导管理人兼顾长期收益与风险控制。

（二）审慎推进资产配置多元化

GPIF 通过全球化布局与股债均衡策略对冲低利率风险的经验，提示我国或可在风险可控前提下适度优化配置结构。如依托现有 QDII 等渠道，逐步增配具有稳定现金流的海外核心资产；另类资产方面，当前我国已在部分领域开展试点，未来可结合市场成熟度，探索扩大配置范围，优先选择现金流稳定、政策支持明确的领域。

（三）适度丰富被动投资策略产品

被动化策略对降低管理成本、分散风险具有积极作用。我国可参考 GPIF 经验，研究在现有权益类资产配置中逐步提高丰富指数化产品比例（如宽基 ETF），同时探索将 ESG 因子纳入指数设计，兼顾收益与社会责任目标。对于被动投资的推进，需综合考虑市场流动性、产品差异度等因素，避免单一策略过度集中。

（四）跨周期配置与制度协同

GPIF 的跨周期目标设定与制度协同经验，提示我国或可统筹多层次养老体系协同发展。如可进一步研究基本养老金与全国社保基金的功能互补机制——前者侧重当期支付安全，后者专注长期资本积累；同时，探索打通个人养老金与企业年金的税收优惠与资产转接通道，增强制度灵活性。对于长期收益目标设定，可参考“滚动调整”思路，结合人口结构、经济增速等变量动态优化，适时调整。

执笔人：刘雪松

免责声明

本文章仅代表作者个人意见，不代表中诚信托有限责任公司（以下简称“中诚信托”或“本公司”）官方立场。其中引述信息来源于公开资料，中诚信托对本文章信息的准确性、可靠性、完整性、时效性不作任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本文章所表述的任何观点或提供的任何信息均不构成对任何人的投资建议，对依据或者使用本文章表述观点和信息所造成的任何后果，中诚信托及/或其关联机构、关联人员均不承担任何形式的责任。