

日本养老金体系洞察：GPIF引领的资产配置与全球投资

“中长期资金”研究系列之一

2024年10月

分析师: 朱定豪

电话: 021-51097188

E-MAIL: zhudinghao@gyzq.com.cn

SAC执业资格证书编码:S0020521120002

随着居民财富管理、资产配置和养老投资需求的不断增加，中长期资金参与资本市场改革发展迎来难得机遇。在当前市场环境下，近期出台的《关于推动中长期资金入市的指导意见》围绕“长钱更多、长钱更长、回报更优”的总体目标，旨在打通社保、保险、理财等资金入市堵点，为资本市场高质量发展注入源头活水。然而，我国目前仍存在中长期资金总量不足、结构不优、引领作用发挥不够充分等问题，亟需进一步引导和培育。

中长期资金通常指的是投资期限在一年及以上的资金，具体包括保险资金、社保基金、企业年金、各类养老金和银行理财等。从海外经验看，养老基金、主权财富基金等中长期资金，以其多元化的资产配置与专业的风险管理，有效应对市场波动，为资本市场发展提供了重要支撑。此外，海外中长期资金在投资工具运用、风险管理、资产配置等方面有诸多值得借鉴之处。作为系列的开篇，本文将深入探讨日本的养老金体系及其关键部分——日本政府养老投资基金（GPIF），分析其独特的方法论与投资策略，以帮助投资者理解中长期资金在实际投资中的配置方式，更好地把握未来的投资机会。

风险提示：人口老龄化情况超预期风险；地缘政治冲突风险；宏观经济波动风险；政策变动风险

日本三支柱养老金体系：日本是世界上老龄化、少子化最严重的国家之一。为应对人口结构变化，自20世纪60年代以来，日本构建起完整的养老金体系，包括“**定额基本养老金托底+收入挂钩的养老金增厚+自愿缴纳的私人养老金补充**”，在全球48个养老金系统中位列第36名。养老三支柱中，第一支柱是日本养老金体系的主要支撑，具有现收现付、代际支持、覆盖面广、强制性等特征。第一支柱包括国民年金和厚生年金，国民年金（基础年金）支付额的二分之一由国库负担。2023年第一支柱合计规模占比68.8%，覆盖全国97.85%的劳动人口，占GDP比重约44.22%，是全球普惠养老的典型代表。

日本政府养老投资基金（GPIF）负责日本第一支柱的储备金管理，是全球最大的公共养老基金，2023财年规模已达245.98万亿日元（折合约12万亿人民币）。作为典型的全球长期资产配置型基金，GPIF长期回报稳健，自2001年市场化运作以来20余年，年化名义收益率4.33%，年化实际收益率4.24%。GPIF以被动和委外投资为主，被动管理资产占比82.31%，近5年来年化超额收益已收窄至±0.5%以内。投资方法论上，GPIF将资产分为国内股票、国内债券、国外股票、国外债券四类，目前四类资产的长期战略配置中枢为各25%，实际运作中各资产历年平均偏离不超过±2%。

GPIF的投资运作呈现以下特点：1）**长钱长投**，短期支付压力小，以长期配置为主，几乎不择时。2）**权益提升**，结合股债性价比变化，过去十年权益仓位稳步提升，目标比例从20%升至目前的50%。3）**积极出海**，逐步提高海外资产占比，目标比例从17%增至目前的50%，偏好欧美发达国家，以中国为代表的新兴市场仍具提升空间。4）**风格稳健**，因处于长期低利率环境，虽然名义收益率在发达国家中偏低，但中长期实际收益满足目标。5）**严控跟踪误差**，资产配置的偏离度较小，被动投资为主；对超额收益进行分解，其中配置因子占比较高，个基因子在债券方面较为显著。6）**费率低廉**，2023财年管理和托管费用合计470亿日元，近3年占比稳定在0.02%。

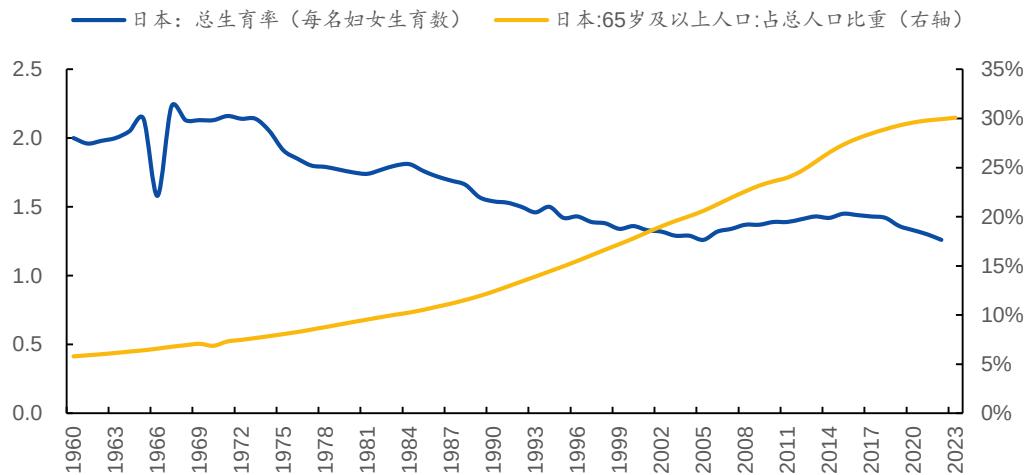
GPIF为全球长期资产配置提供了优秀的经验借鉴：参照GPIF的投资方法论，我们选取相应ETF复制其投资收益，ETF模拟投资组合回测区间累计收益为60.96%，年化收益7.6%，与GPIF的跟踪误差为1.69%，可以较好地复制并超越GPIF投资收益。组合经验表明，即使在放弃短期择时的情况下，依靠全球资产配置进行风险分散，依然可以获得长期较高的投资回报。

- 第一章 日本多层次养老金制度发展概况
 - 1.日本老龄化情况
 - 2.日本养老金体系的历史沿革
 - 3.日本养老金体系结构
 - 4.日本养老金制度税收政策
 - 5.日本养老金体系综合评分
- 第二章 日本多支柱下养老金资产的管理与投资
- 第三章 日本政府养老投资基金（GPIF）全貌
- 第四章 GPIF收益分析与模拟
- 第五章 核心结论

1. 日本老龄化情况

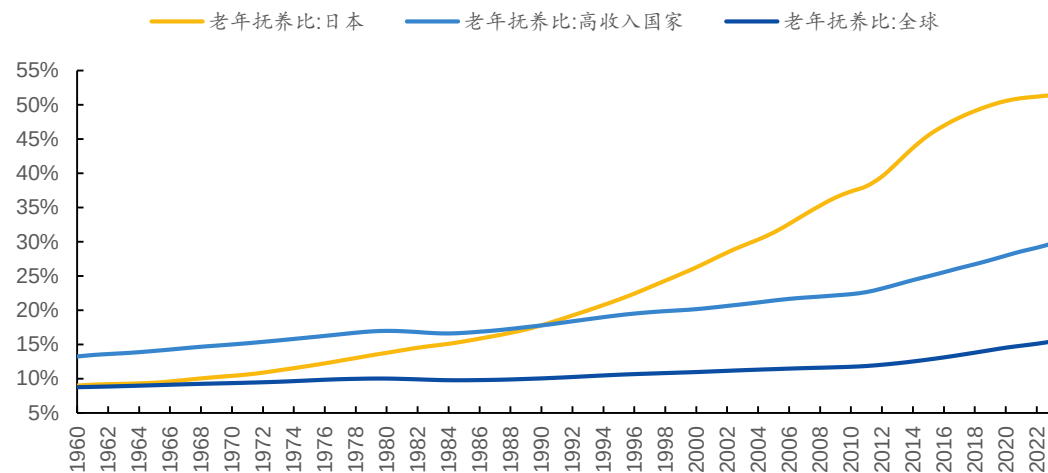
- 老龄化和少子化压力日渐增加，日本65岁以上人口占比从1960年的5.80%上升至2023年的30.07%，总和生育率却在1995年后持续低于1.5，2022年该指标降到1.26，创下历史新低。
- 日本老年抚养比在1990年后超过高收入国家平均水平并维持高速增长，2023年日本老年抚养比为51.43%，意味着1.94个就业者抚养1个老年人。抚养比反映日本人口老龄化形势严峻，叠加生育率持续低迷，劳动年龄人口相对减少。

图1：日本人口少子化与老龄化日益加剧



资料来源：世界银行，国元证券研究所

图2：日本老年抚养比远超高收入国家



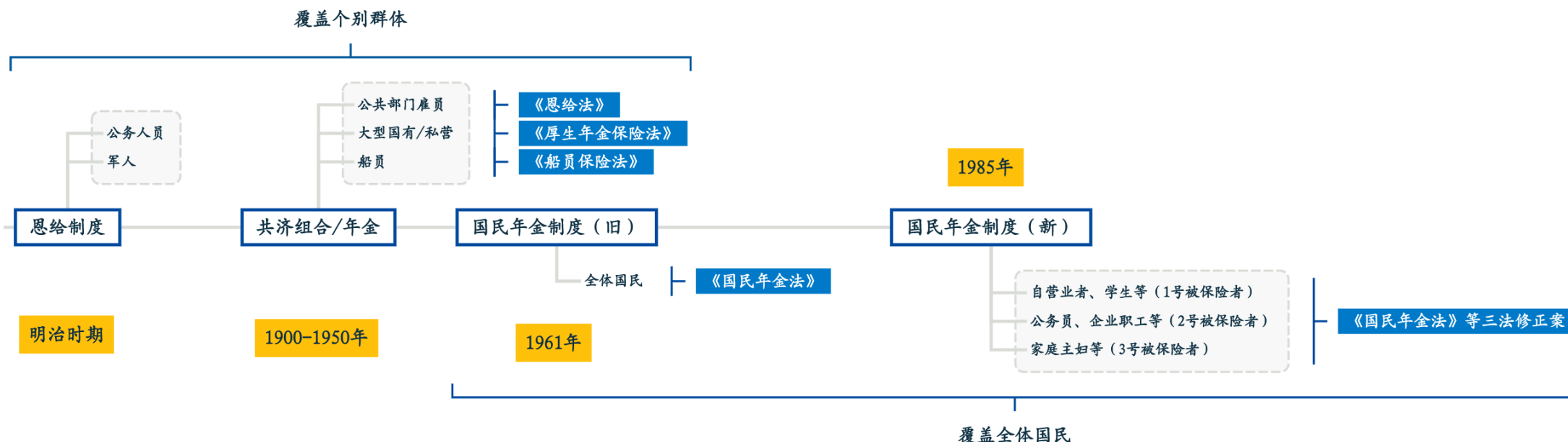
资料来源：Wind，国元证券研究所

注：高收入国家来自世界银行分类，每年7月1日根据上一日历年的人均国民总收入（GNI）更新

2. 日本养老金体系的历史沿革

- 明治时期，“恩给制度”以国家补偿为基础，支持军公教人群（军人、公务员、教师）在因公伤亡、患病或服务多年退休时，领取年金福利，是日本养老金（年金）制度的雏形。
- 直至二战前后，出现以职业类型为维度的互助共济制度，如年金（雇员）、船员保险（船员）等。该类型养老金制度受产业结构影响显著，一旦出现产业结构变化和失业冲击，养老金的长期稳定经营便受到冲击。
- 20世纪60年代开始，日本对养老金制度进行一系列改革。首先将国民年金覆盖至全体国民，实现“全民养老金”；随后又将各自独立的公共养老金制度统一为现在的二层年金制度；其后，针对老龄化与少子化等人口结构问题、经济低迷与失业率增加等社会发展问题，引入多类型的雇主补充养老金和个人养老金计划。

图3：日本公共养老制度历史沿革



资料来源：厚生劳动省、日本年金机构，国元证券研究所

3. 日本养老金体系结构

按世界银行的养老支柱框架划分，日本养老金制度为典型的三支柱养老结构。公共养老金（第一支柱）为国民养老提供基本保障，私人养老金（第二支柱和第三支柱）为国民自愿性质的额外养老金。

图4：日本三支柱养老金体系

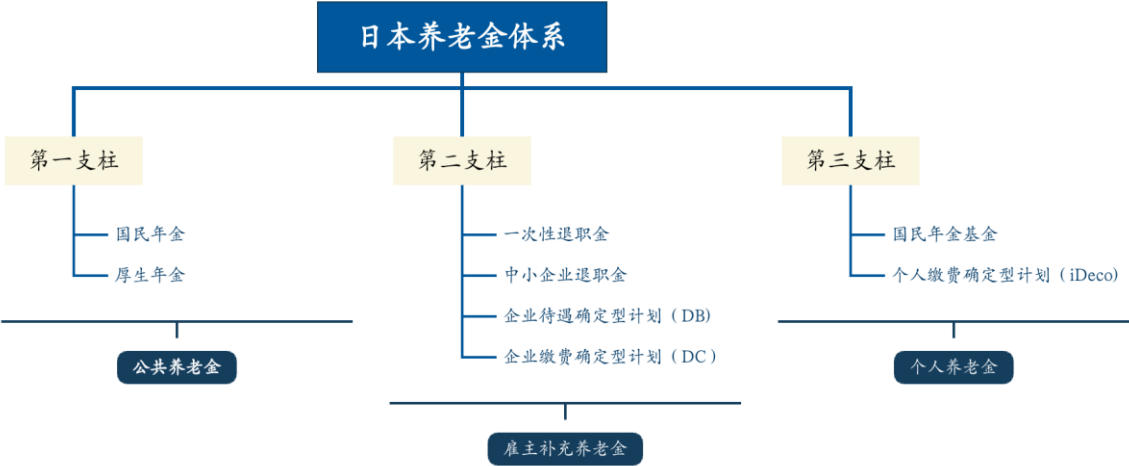


表1：日本各项养老金资产管理及投资规模

支柱范围	项目类型	资产规模 (万亿日元)	占GDP比例	参与人数 (万人)	占全国劳动人口比例
第一支柱	国民年金+厚生年金	250.50	44.22%	6744	97.85%
第二支柱	企业待遇确定型(DB)	66.00	11.65%	911	13.22%
	企业缴费确定型(DC)	18.70	3.30%	805	11.68%
	厚生年金基金(已暂停)	14.50	2.56%	12	0.17%
	中小企业退职共济年金	5.31	0.94%	461	6.69%
第三支柱	国民年金基金	4.60	0.81%	34	0.49%
	个人确定缴费型 (iDeCo)	4.38	0.77%	290	4.21%

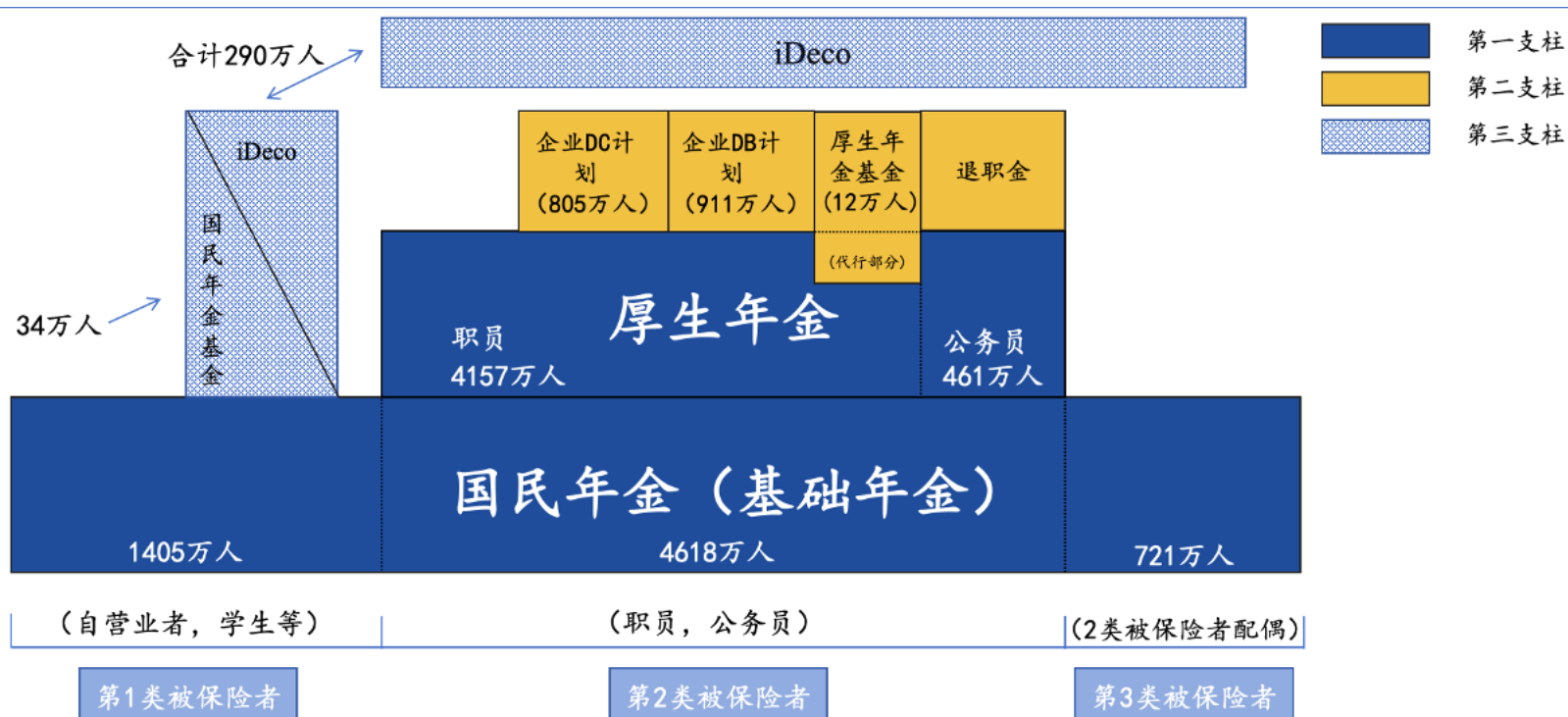
资料来源：厚生劳动省、日本年金机构、日本企业年金联合会等，国元证券研究所整理
注：根据厚生劳动省分类，第三支柱不包含个人储蓄账户计划（NISA）

资料来源：Wind、厚生劳动省、GPIF、日本内阁府、中小企业退职金共济事业本部、企业年金信息门户、国民基金联合会、世界银行，国元证券研究所整理
注：数据截至2023年3月底

3. 日本养老金体系结构

- 从三支柱结构来看，日本养老体系以第一支柱为主，整体呈现第一支柱覆盖高保障低、第二支柱和第三支柱覆盖较低但种类丰富的特点。

图5：日本养老金覆盖人群分布

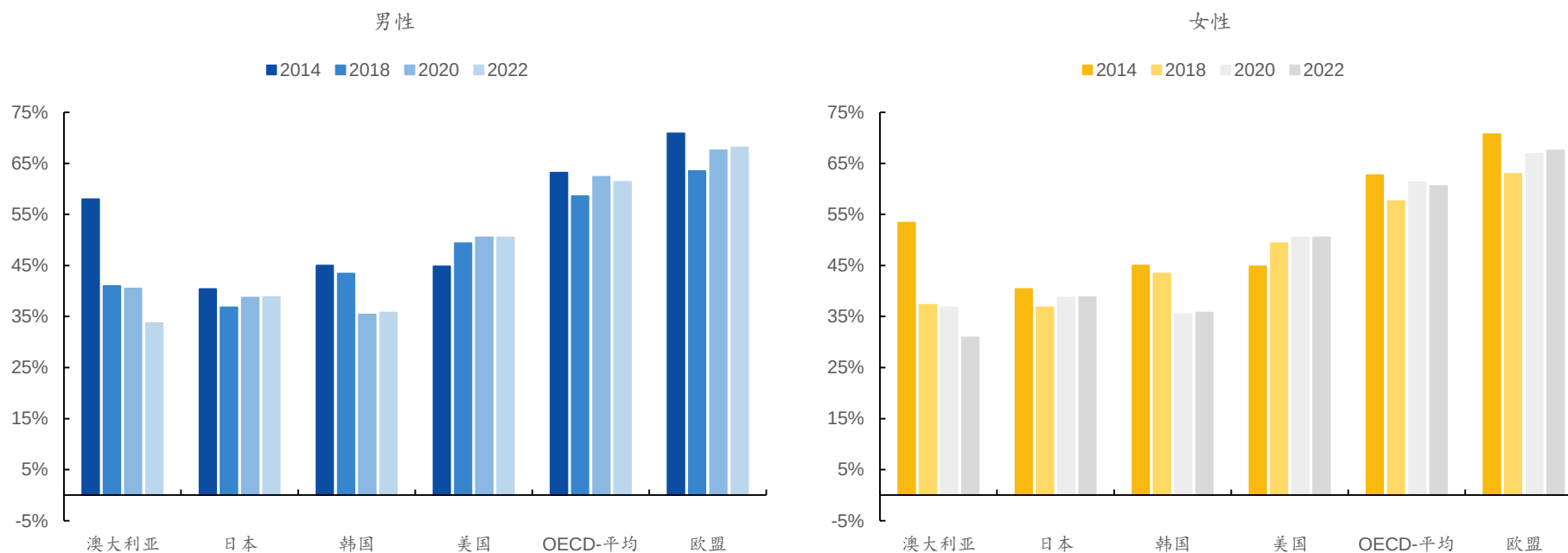


资料来源：日本年金机构，国元证券研究所
注：数据截至2023年3月底

3. 日本养老金体系结构

- 日本的净养老金替代率从2014年到2022年呈现缓慢下降的趋势,目前仅为38.8%, 低于国际劳工组织建议的55%警戒线。作为老龄化问题最突出的国家之一,日本公共养老金呈现广覆盖低福利的特点,养老金体系支付压力巨大。

图6：日本净养老金替代率低于OECD平均水平



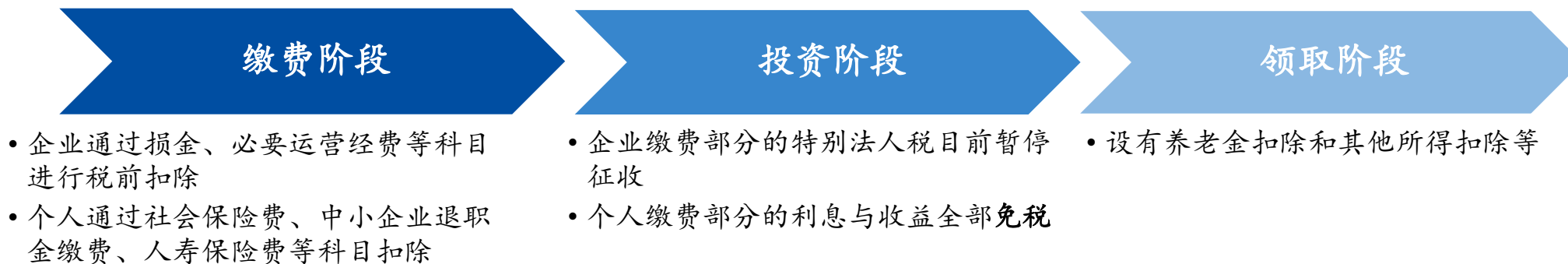
资料来源：OECD，国元证券研究所

注：根据OECD，净养老金替代率指个人养老金净收入除以退休前净收入

4. 日本养老金制度税收政策

- 日本实行综合所得税和分类所得税制度相结合的原则，对不同来源的所得进行有秩序的精细化的管理，每一项都有相应的扣除。其中，养老金所得并入综合所得进行课税（一次性领取分类课税）。养老金体系采取较为统一的EET政策，即缴费阶段不征税、投资阶段不征税、仅在领取阶段征税。

图7：日本养老金税收政策示意图



资料来源：中国证券投资基金业协会，国元证券研究所

5. 日本养老金体系综合评分

- 从充足性、可持续性和完整性三个维度评估养老金体系，2024年日本整体得分为54.9，在全球48个养老金系统中位列第36名。
- 细分来看，日本养老金三个维度得分都低于平均水平。人口老龄化和财政压力依然是日本面临的主要挑战，因此充足性（57.1分）和可持续性（47.1分）较低；得益于养老金体系治理和信任度，完整性（62.1分）表现相对较好。
- 日本养老金整体得分在过去几年表现出逐步改善的趋势，展望未来，可通过以下方面进一步提升养老体系的整体水平：
- 1) 提高个人养老金的覆盖率和贡献水平；
 - 2) 鼓励部分养老金以年金形式发放；
 - 3) 随着预期寿命增加，进一步提高养老金领取的年龄门槛；
 - 4) 降低政府债务占GDP的比例。

表2：日本在全球48个养老体系中位列第36名

排名	养老金体系	总评级	总得分	子维度得分			排名	养老金体系	总评级	总得分	子维度得分		
				充足性	可持续性	完整性					充足性	可持续性	完整性
1	荷兰	A	84.8	86.3	81.7	86.8	25	中国香港	C+	63.9	51.5	61.1	87.5
2	冰岛	A	83.4	82.0	84.3	84.4	26	西班牙	C+	63.3	82.9	30.7	77.6
3	丹麦	A	81.6	84.0	82.6	76.3	27	哥伦比亚	C+	63.0	63.9	57.4	69.5
4	以色列	A	80.2	75.7	82.6	84.1	28	沙特阿拉伯	C+	60.5	61.1	58.0	62.9
5	新加坡	B+	78.7	79.8	74.3	83.0	29	美国	C+	60.4	63.9	58.4	57.5
6	澳大利亚	B+	76.7	68.4	79.5	86.1	30	波兰	C	56.8	59.2	45.2	69.4
7	芬兰	B+	75.9	77.0	64.2	90.8	31	中国	C	56.5	65.2	37.8	69.1
8	挪威	B+	75.2	77.2	63.6	88.3	32	马来西亚	C	56.3	44.5	54.6	77.4
9	智利	B	74.9	71.2	70.9	86.5	33	巴西	C	55.8	70.4	31.0	67.3
10	瑞典	B	74.3	75.2	73.7	73.6	34	博茨瓦纳	C	55.4	39.7	52.0	85.2
11	英国	B	71.6	75.7	61.5	79.3	35	意大利	C	55.4	68.2	25.1	77.2
12	瑞士	B	71.5	66.0	71.4	80.4	36	日本	C	54.9	57.1	47.1	62.1
13	乌拉圭	B	68.9	84.0	46.6	76.1	37	秘鲁	C	54.7	55.3	46.9	64.7
14	新西兰	B	68.7	64.8	64.9	80.2	38	越南	C	54.5	56.8	41.3	69.3
15	比利时	B	68.6	81.8	40.1	87.4	39	中国台湾	C	53.7	46.2	51.9	68.2
16	墨西哥	B	68.5	73.8	63.4	67.1	40	奥地利	C	53.4	67.2	22.0	75.2
17	加拿大	B	68.4	67.0	63.8	77.1	41	韩国	C	52.2	40.5	52.4	70.5
18	爱尔兰	B	68.1	73.6	52.8	80.5	42	印度尼西亚	C	50.2	38.1	50.4	69.3
19	法国	B	68.0	84.8	43.4	75.7	43	泰国	C	50.0	50.2	43.8	58.2
20	德国	B	67.3	81.1	45.8	75.3	44	南非	D	49.6	34.7	48.0	75.7
21	克罗地亚	B	67.2	66.8	57.4	81.7	45	土耳其	D	48.3	48.3	32.2	70.8
22	葡萄牙	B	66.9	83.4	34.6	85.7	46	菲律宾	D	45.8	41.7	63.4	27.7
23	阿联酋	C+	64.8	77.1	43.3	75.3	47	阿根廷	D	45.5	61.5	29.4	42.3
24	哈萨克斯坦	C+	64.0	45.8	73.1	80.4	48	印度	D	44.0	34.2	44.9	58.4
平均值			63.4	64.7	54.3	74.1	平均值			63.4	64.7	54.3	74.1

资料来源：CFA，国元证券研究所

- 第一章 日本多层次养老金制度发展概况
- 第二章 日本多支柱下养老金资产的管理与投资
 - 1. 第一支柱：公共养老金
 - 2. 第二支柱：多类型的雇主养老金计划
 - 3. 第三支柱：个人养老金计划
- 第三章 日本政府养老投资基金（GPIF）全貌
- 第四章 GPIF收益分析与模拟
- 第五章 核心结论

1. 第一支柱：公共养老金

➤ 日本的公共养老金制度包括两层结构：国民年金（基础年金），20岁至60岁以下的每个人均须参加；厚生年金，仅涵盖公司员工与公务员。公共养老金是日本养老金体系主要支撑，具有现收现付、代际支持、覆盖面广、强制性等特征。

表3：日本公共养老金缴纳和领取政策

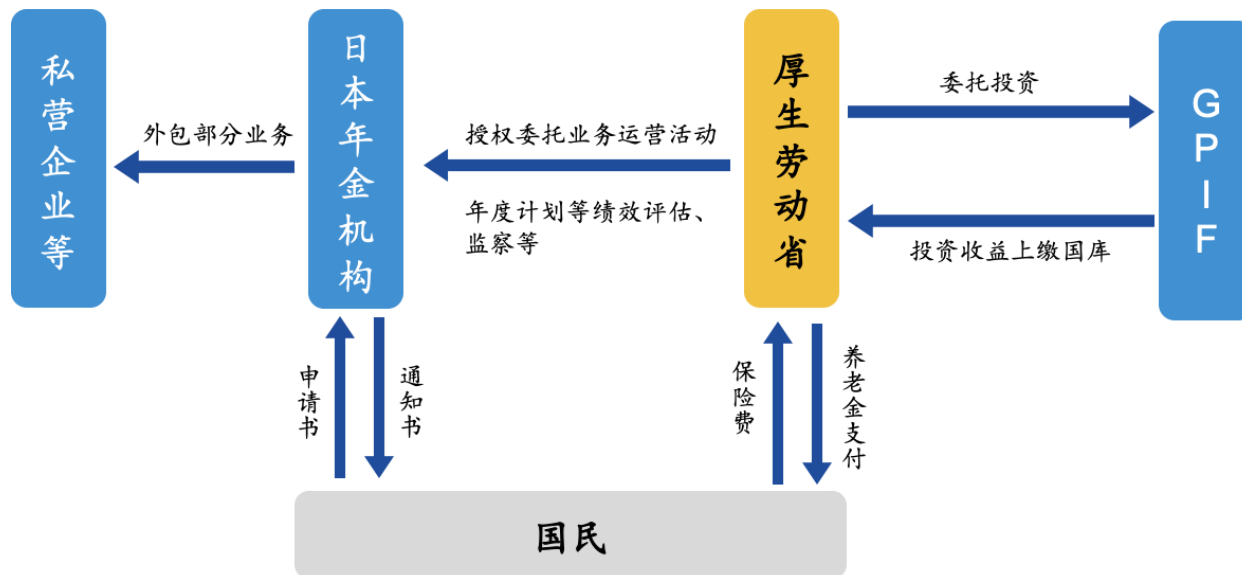
第一支柱	概况	参与人	缴费政策	领取政策
国民年金	国民年金（基础年金）是日本社会保障制度的基石。原则上，凡是在日本居住的20至60岁以下人士（包括外国人），都必须强制加入国民年金。	第1类被保险人：个体经营者、学生等，不属于其他两类的人	完全由个人缴纳，2024年4月至2025年3月的缴费金额为16980日元/月	- 保险费缴纳期间超过10年，且年满65岁可领取 - 从20岁到60岁已缴纳保险费40年者，可满额领取，2024财年满额可领取816000日元 - 金额取决于保险费缴纳期间的长短
		第2类被保险人：受雇于公司等 workplaces，且已加入厚生养老金保险的人		
		第3类被保险人：第2类被保险人抚养的配偶	无需自己缴纳保险费，由第2类保险者全体负担	
厚生年金 (雇员养老金)	厚生年金是受益与收入挂钩的第二层公共养老金计划。不属于厚生养老金保险加入对象的劳动者，须加入国民养老金。企业方面，雇员人数超过5人的企业强制参加。	在适用企业单位工作未满70岁的人，只要满足相关条件，均属于厚生养老金保险的被保险人（参与人）	- 由企业雇主和参与人各负担一半 - 个人负担部分=每月的工资和奖金×18.3%÷2	- 保险费缴纳期间超过10年可领取 - 金额取决于工作期间的月薪（标准月工资）和参加期限的长短

资料来源：日本年金机构，日本法务省，国元证券研究所

1. 第一支柱：公共养老金

- **行政运营：**日本公共养老金由厚生劳动省负责财务管理和行政工作，在具体的计算、收缴、给付等环节，厚生劳动省将部分业务委托给日本年金机构，同时对其进行指导监督。
- **投资管理：**国民年金和厚生年金中扣除给付的盈余部分构成了日本的公共养老金储备金，同样由厚生劳动省负责监管。**2001年4月起**，厚生劳动省成立日本政府养老金投资基金（GPIF），公共养老金储备金主要由GPIF进行市场化投资运作。

图8：日本公共养老金机构运作示意图

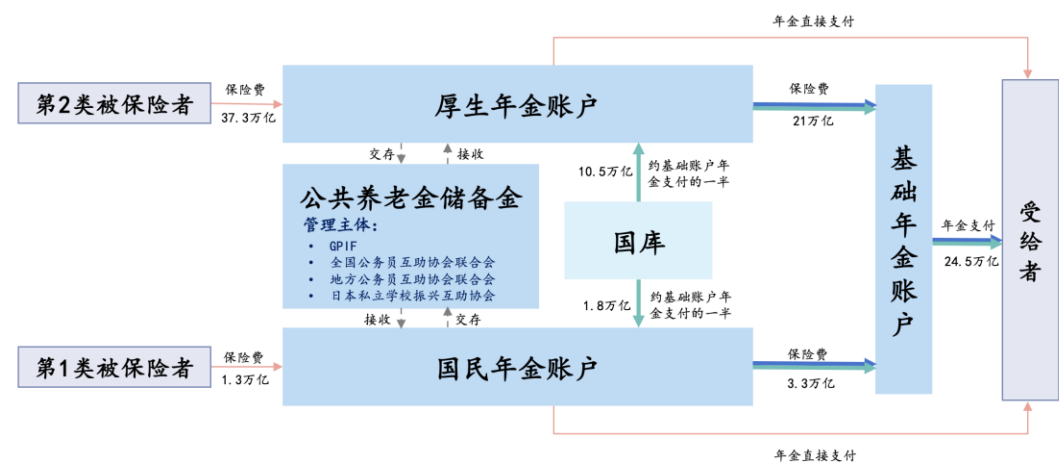


资料来源：日本厚生劳动省《年金制度基础资料集》，GPIF2023年报，国元证券研究所整理

1. 第一支柱：公共养老金

- 日本公共养老金的收入和支出通过厚生年金账户、国民年金账户和基本年金账户这三个养老金特别账户进行。
收入方面，一部分来自第1类和第2类被保险者的保险费，分别存入国民年金账户和厚生年金账户；另一部分来自国库补助，**2009年以后，国民年金（基础年金）支付额的二分之一由国库负担。**
支出方面，对于国民年金和厚生年金各自特有的养老金福利，分别由国民年金账户和国民年金账户直接支付；而共同的基础养老金部分，先汇集到基本年金账户，然后通过基本年金账户支付。当支出超过保险费收入和国库补助时，才会动用公共养老储备金及其投资收入。
- 日本公共养老金储备金由四个主体进行管理，其中，GPIF一直是世界上规模最大的公共养老投资基金之一。
截至2022年，GPIF管理的公共养老金储备金规模已经达到1.45万亿美元。

图9：日本公共养老金的收支结构（以2020财年为例）



资料来源：厚生劳动省，国元证券研究所绘制

表4：全球公共养老基金资产规模TOP20（截至2022年）

排名	养老金	总资产（百万美元）	排名	养老金	总资产（百万美元）
1	日本政府养老投资基金	1,448,643	11	美国纽约州公共退休基金	233,227
2	挪威政府养老基金	1,300,214	12	荷兰卫生保健基金	231,781
3	韩国国民年金公团	706,496	13	美国纽约市雇员退休系统	228,170
4	美国联邦政府雇员储蓄计划	689,858	14	马来西亚雇员公积金	227,781
5	荷兰公共部门养老金	490,382	15	日本地方公务员公共养老金	207,145
6	美国加州公共雇员退休基金	432,235	16	美国佛罗里达州立退休基金	183,092
7	加拿大养老金计划	420,764	17	加拿大安大略省教师退休金计划	182,410
8	新加坡中央公积金	406,711	18	澳大利亚超级年金基金	176,446
9	中国全国社会保障基金	347,214	19	美国德克萨斯州教师退休体系	173,277
10	美国加州教师退休基金	290,384	20	印度雇员公积金	158,722

资料来源：WTW，国元证券研究所

2. 第二支柱：多类型的雇主养老金计划

- 各自为政的养老金计划历史悠久，同时受到终身雇佣制度的企业文化影响，雇主养老金类型较为复杂，目前尚存的养老基金计划里均为自愿性质。

表5：日本第二支柱养老金概况

第二支柱	概况
一次性退职金	退职金制度（Lump-sum Severance Benefit, LSSB）是日本企业中最重要、占比最大的养老金计划，采取现收现付制。LSSB 建立之初是企业为了鼓励员工努力工作而设立的退休奖励，因此具有延迟工资的性质。日本企业没有委托专业的金融机构对该计划进行管理，日本政府也没有对该计划进行监督，它是一种账面储备（Book Reserve），雇员无需缴款，没有资金积累，该制度目前为自愿性质。
中小企业退职金共济制度	为了帮助中小企业建立退职金制度，日本于 1959 年建立了中小企业“工人退休津贴共济基金”，由厚生劳动省监管下的独立法人员工退职金共济机构负责管理。雇主承诺每月向每个雇员的账户缴纳 5000-30000 日元，由该机构负责投资。
待遇确定型计划（企业DB 计划）	确定给付型年金计划是在日本经济低迷后，企业减轻自身负担和社会责任、寻求不带任何代行功能的企业养老金计划。确定给付型年金可在基金积累不足时增加缴费，所追加的缴费可以全部计入当期损失，具体分为基金型和依据劳动关系而成立的合同型两种。两种计划之间可以相互转换，也可以转换成其他类型的年金。只要是在满足给付和缴款设定最低要求的基础上，经雇主雇员双方同意，雇主可以设置更具有灵活性的制度在一定程度上解决了雇佣短期雇员或者兼职雇员的养老待遇需求。
缴费确定型计划（企业 DC 计划）	企业型 DC 计划借鉴了美国 401（k）计划的经验，因此有学者把它称为日本版 401（k）计划。2011 年之前，企业型 DC 计划不允许雇员缴费。2011 年 8 月之后，允许雇员缴费，但雇员缴费只有在满足以下两个条件时才能免税：第一，雇员和雇主缴费总和不超过 5.5 万日元；第二，雇员缴费额度不能超过雇主。

资料来源：中国证券投资基金业协会，国元证券研究所

2. 第二支柱：多类型的雇主养老金计划

➤ 日本的雇主养老金按计划类型分别由不同的机构管理和运营：

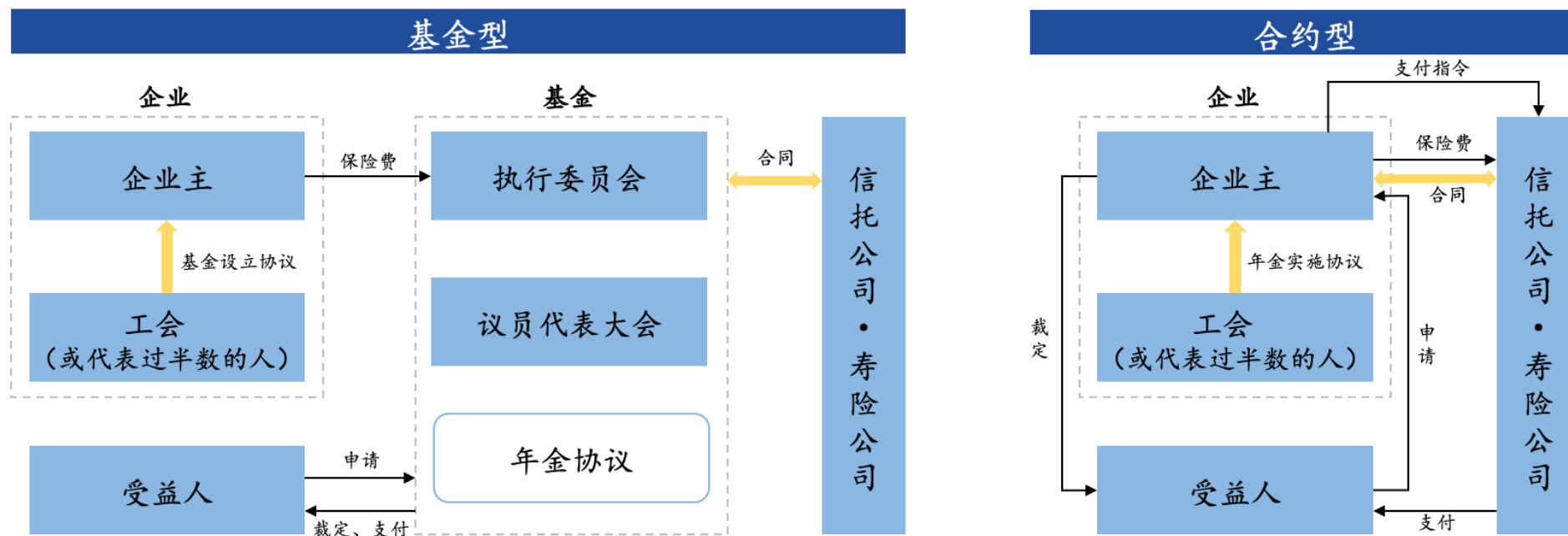
- ① **一次性退职金**：退职金制度采取现收现付制。建立之初是企业为了鼓励员工努力工作而设立的退休奖励，因此具有延迟工资的性质。日本企业没有委托专业的金融机构对该计划进行管理，日本政府也没有对该计划进行监督。作为企业的一种账目价值，具体资产规模未有披露，但截至2018年底，**77.8%**的日本企业拥有退职金制度，平均给付金额1997万日元。
- ② **中小企业退职金共济制度**：由厚生劳动省监管下的独立行政法人“中小企业退职金共济事业本部”负责管理和投资。截止2023年5月，有 37.9 万家企业的362 万雇员加入了这项计划，运作资产 **5.3 万亿**日元。
- ③ **企业待遇确定型年金（DB）**：分为“基金型”和“合约型”，前者是指独立于母公司的具有法人资格的企业年金基金，企业年金基金受托可以委外或者自主管理和投资；后者是指公司与信托公司、人寿保险公司等根据劳资双方的养老金条款和条件签订投资管理合同，并支付。养老金资产在母公司外部进行管理和投资，并支付养老金。

2. 第二支柱：多类型的雇主养老金计划

③ 企业待遇确定型年金 (DB)

截至2022财年，企业待遇确定型年金 (DB)资产运作规模约**66万亿**日元。

图10：日本企业DB计划类型



资料来源：厚生劳动省，国元证券研究所

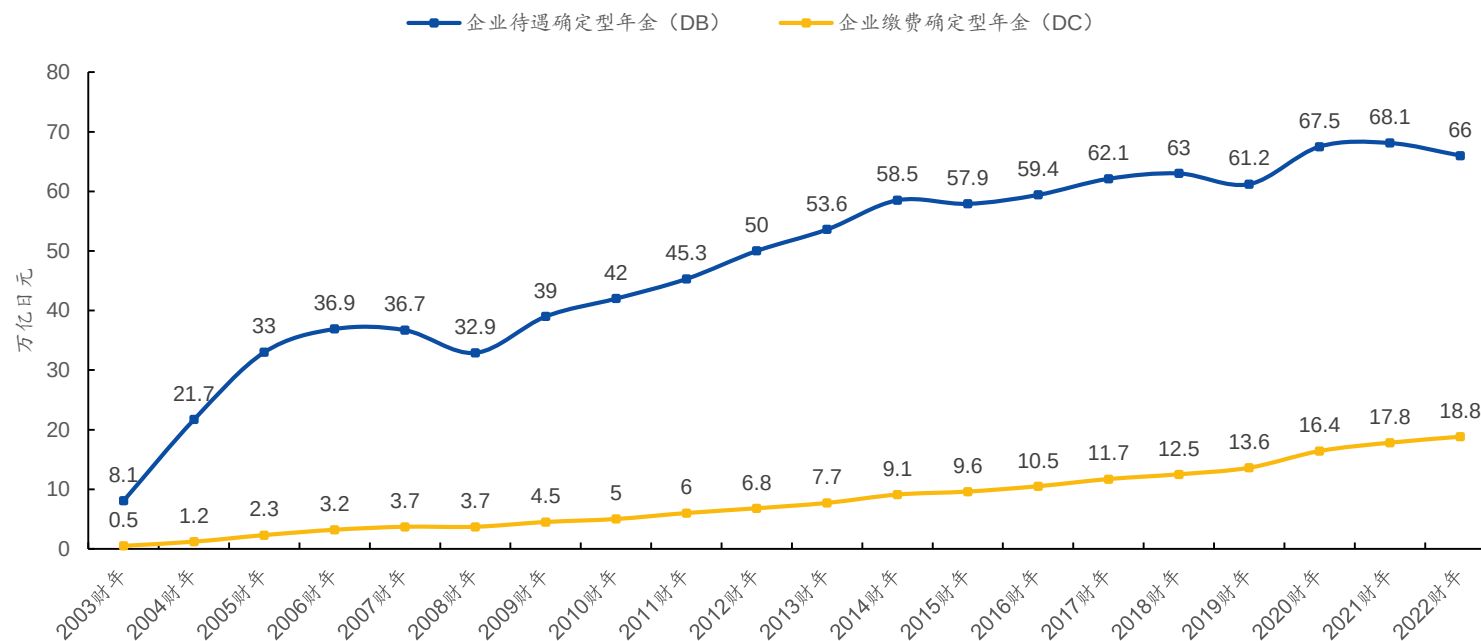
2. 第二支柱：多类型的雇主养老金计划

④ 企业缴费确定型年金 (DC)

该计划由获得企业年金法规批准的雇主管理，2011年之后，雇主和雇员均可缴费，参与者从管理机构（金融机构等）推荐的投资产品（包含投资信托、保险产品、存款等）中自行选择和管理产品。

截至2022财年，企业缴费确定型年金 (DC) 资产运作规模约18.8万亿日元。

图11：日本第二支柱下不同养老金计划资产规模



资料来源：厚生劳动省，国元证券研究所

3. 第三支柱：个人养老金计划

- 由个人参与通过储蓄和投资来获得养老金的个人养老金计划，包括购买养老保险和参与资本市场投资等。由于个人储蓄养老金是自愿行为，政府通常会通过税收优惠政策来鼓励个人进行养老金储蓄及投资。近年来发展速度较快，但总体规模仍然较低。

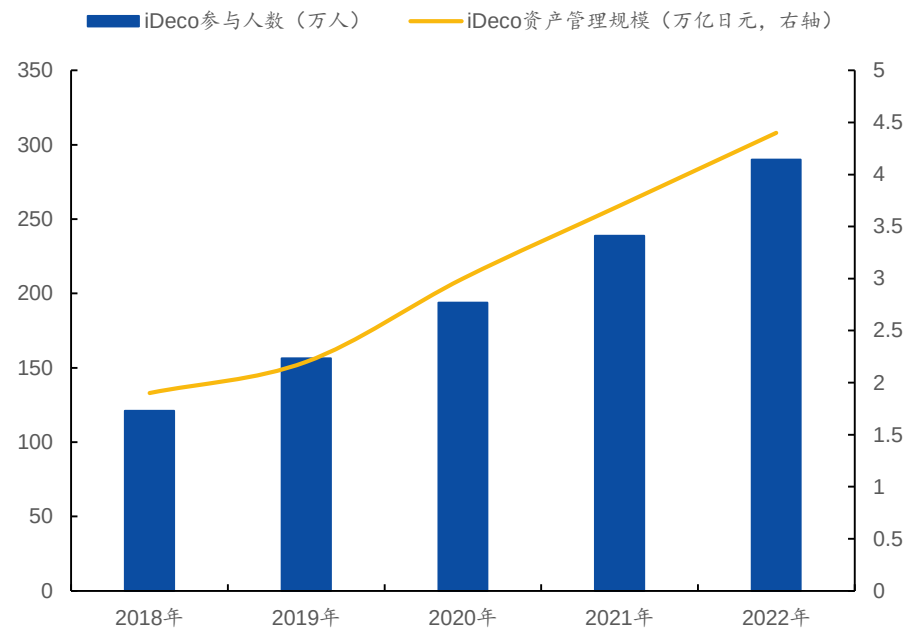
表6：日本第三支柱养老金概况

第三支柱	概况
国民年金基金	国民年金基金建立于1991年，用于提高个体户的退休待遇水平。当时公务员、企业雇员除了能够享有国民年金外，还可以享受厚生年金和共济年金等，而个体户享有的公共养老金只有国民年金。国民年金基金由国民年金基金联合会负责运营，尽管是私人养老金，但是和公共养老金制度相同。
个人缴费确定型计划（iDeCo）	随着少子老龄化的不断加深，为了保证国民退休后能有自主地生活，《缴费确定型年金法案》设立了个人缴费确定型养老金计划（iDeCo），主要特点是居民自愿加入、向特定运营管理机构缴纳保险金、自主选择产品。自2017年1月起，雇员配偶、公务员和只参加了DB计划的个人也能参加个人型DC计划。

资料来源：中国证券投资基金业协会，国元证券研究所

注：iDeCo为个人缴费确定型年金，缩写取自“individual-type defined contribution”，下同

图12：日本iDeCo计划资产规模及人数趋势



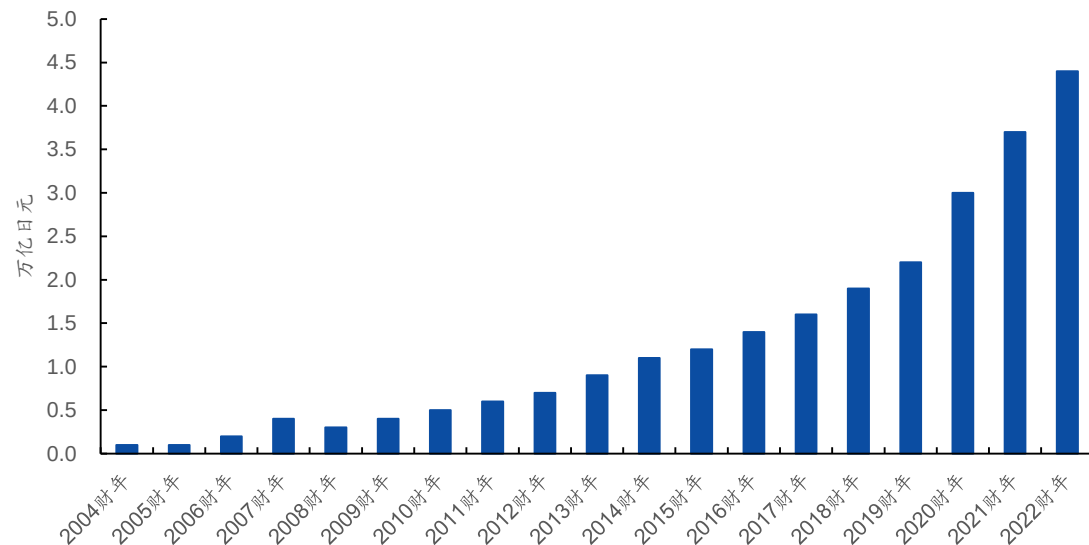
资料来源：厚生劳动省，国元证券研究所

3. 第三支柱：个人养老金计划

➤ 国民年金基金和个人缴费确定型计划（iDeCo）均由国民年金基金联合会进行监督管理和运营。

- ① 国民年金基金：相较于GPIF对于公共养老金的管理，国民年金基金联合会在投资风格上略显激进，今年4月修订的投资组合中将全球权益类资产的配置提高到**55%**。投资表现来看，近10年（2013～2022年度）年化收益率为**6.64%**。作为国民年金的补充个人养老金，参与人数近年来稳步下降至33万人左右，运营资产规模在**4～5万亿日元**。
- ② 个人缴费确定型计划（iDeCo）：由国民年金基金联合会运营，个人参与者可以在与前者合作的金融机构所提供的产品里进行选择投资，所供产品并非全是保本型产品。根据iDeCo和国民年金基金联合会的披露，截止至2023年3月，该机构运营约**4.4万亿日元**的资产。其中，存款和储蓄类产品占比约**25%**，信托产品（含债券/股票类）占比约**65%**。

图13：个人缴费确定型计划（iDeCo）资产规模

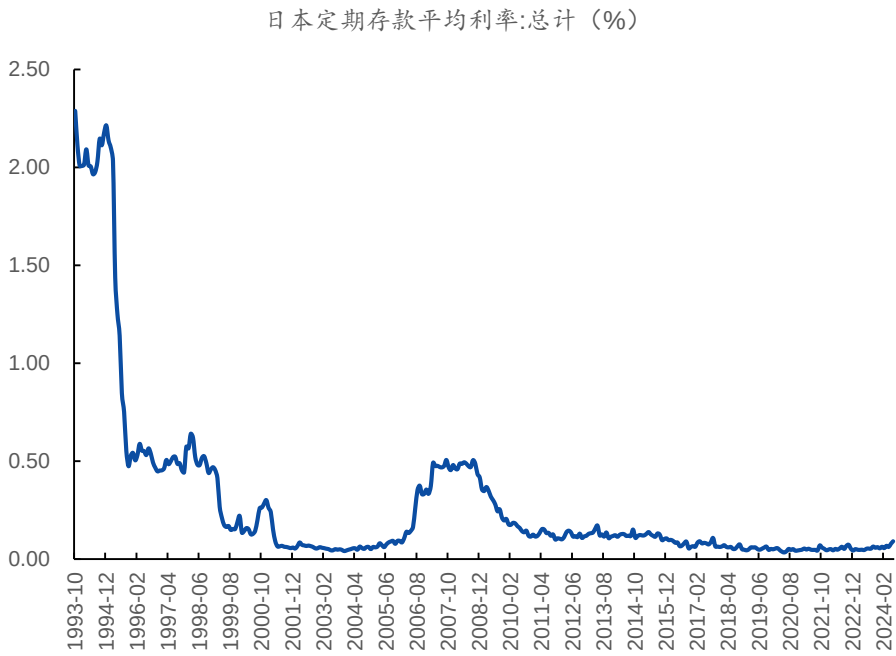


资料来源：厚生劳动省，国元证券研究所

② 个人缴费确定型计划（iDeCo）

上个世纪90年代后，日元存款利率和保险预定利率持续下滑。伴随日元贬值和海外资产性价比的提升，个人养老金的配置选择有所切换。从趋势来看，iDeCo配置存款产品比例逐步下降，信托类比例逐步上升，其中主要增配外国股票型产品，资产规模占比在2020至2023财年内由11.4%上升至27.7%。

图14：日本定期存款利率持续下降



资料来源：Wind，国元证券研究所整理

表7：iDeCo增配海外股票资产

年份/单位（万日元）	2020.3末		2023.3末	
资产规模	209,527,276		438,228,455	
存款和储蓄产品	75,258,997	35.9%	112,281,991	25.6%
保险产品	37,813,726	18.0%	37,887,262	8.6%
人寿保险	13,977,272	6.7%	13,834,219	3.2%
财产保险	23,836,454	11.4%	24,053,043	5.5%
公募基金/货币信托等	95,387,963	45.5%	282,477,565	64.5%
国内股票型	23,817,795	11.4%	49,599,712	11.3%
国内债券型	7,956,087	3.8%	10,945,826	2.5%
外国股票型	23,897,740	11.4%	121,542,429	27.7%
外国债券型	7,301,099	3.5%	14,395,705	3.3%
平衡型	27,202,318	13.0%	71,660,037	16.4%
货币基金	116,715	0.1%	152,619	0.0%
其他	5,096,210	2.4%	14,181,238	3.2%
待处理资金	1,066,589	0.5%	5,581,638	1.3%

资料来源：国民基金联合会，国元证券研究所

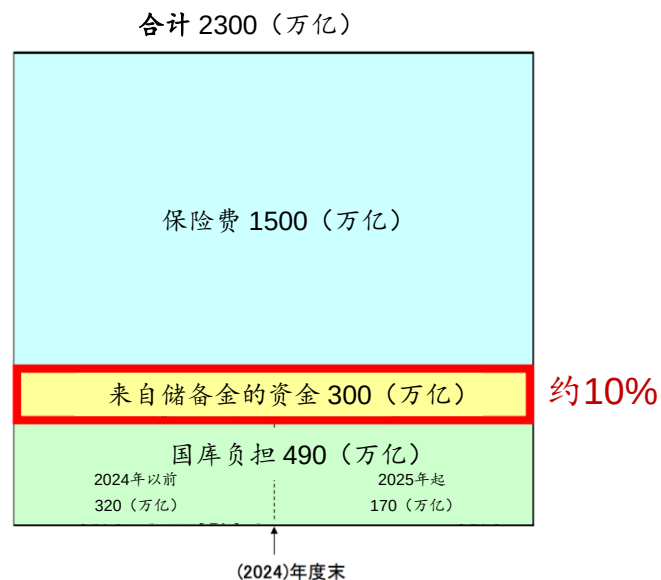
- 第一章 日本多层次养老金制度发展概况
- 第二章 日本多支柱下养老金资产的管理与投资
- 第三章 日本政府养老投资基金（GPIF）全貌
 - 1. 日本政府养老投资基金（GPIF）简要介绍
 - 1.1 角色和定位
 - 1.2 管理和运营制度
 - 1.3 投资理念和原则
 - 1.4 投资风格和模式
 - 1.5 投资目标及收益情况
 - 2. 资产配置方法论：政策资产组合
 - 3. 实际资产配置分析
 - 3.1 债券投资
 - 3.2 股票投资
 - 3.3 另类投资
- 第四章 GPIF收益分析与模拟
- 第五章 核心结论

1. 日本政府养老投资基金（GPIF）简要介绍

1.1 角色和定位：稳健投资实现长期收益目标，弥补第一支柱未来缺口

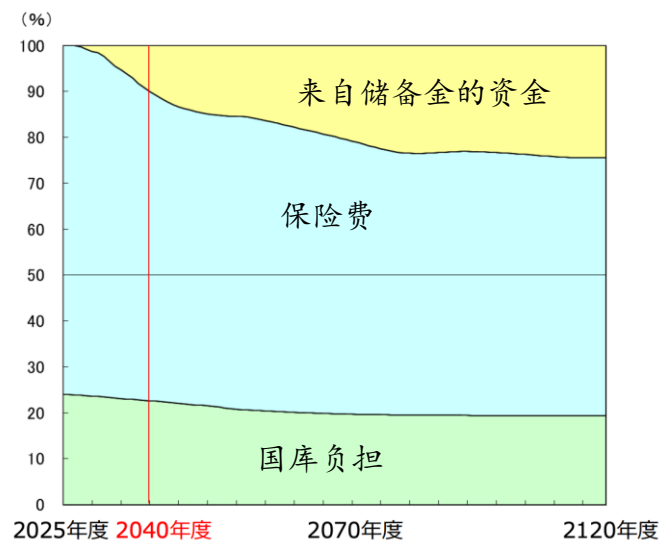
- 日本政府养老投资基金（Government Pension Investment Fund, GPIF）负责日本公共养老金（第一支柱）的**市场化管理**。日本公共养老金实行的是**现收现付、代际支持**机制，在生育率下降以及老龄化加剧的社会背景下，为了保证养老金的可持续性，日本政府将公共养老金中**未用于当期养老金支付的部分**作为**储备金**（包括GPIF管理的资产以及养老金特别账户的储备金），通过市场化运作使其能够弥补未来的养老金缺口。
- 据厚生劳动省统计，未来约100年内的养老金收支可维持平衡。约100年的养老金总金额（2300万亿日元）中，只有近10%（300万亿日元）由养老金储备金的支付。因此，GPIF管理方面的短期市场波动不会对养老金福利产生重大影响。

图15：100年间养老金福利支付明细



资料来源：厚生劳动省，国元证券研究所
注：金额为100年的资金总和，并按当前价格换算

图16：公共养老金未来100年内的储备金使用情况

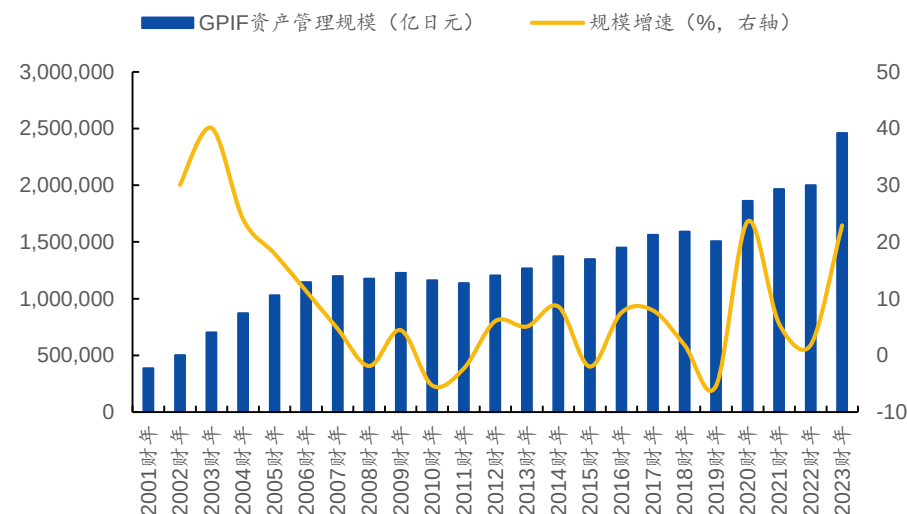


资料来源：厚生劳动省，国元证券研究所

1.1 角色和定位：稳健投资实现长期收益目标，弥补第一支柱未来缺口

- 成立以来的二十多年间，GPIF的资产规模经历了波动上升，从2001财年的38.60万亿日元增长至2023财年的245.98万亿日元，复合年化增长率达8.78%。
- 对GPIF近十年规模变动进行拆解，可以看出流入端主要为GPIF的投资收益，来自厚生劳动省的委托金占比较低，流出端进一步验证当前GPIF年金给付压力很低。

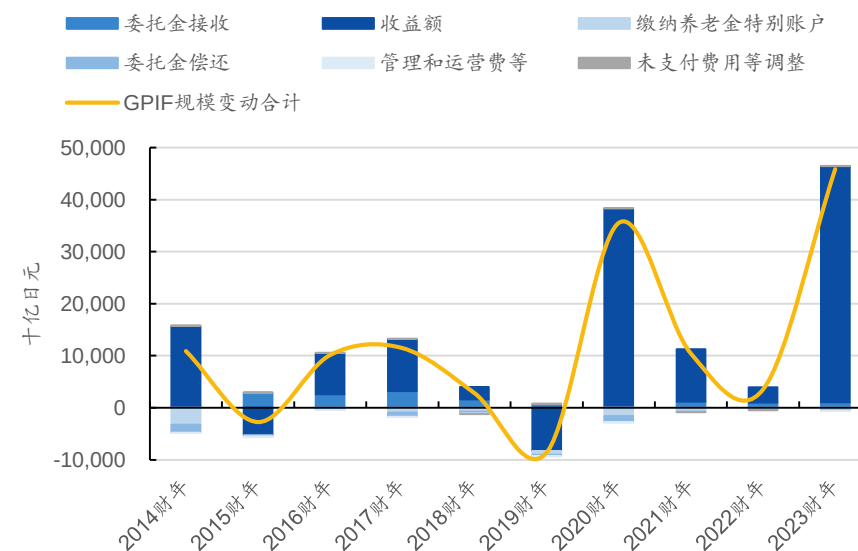
图17：GPIF成立以来资产管理规模及增速



资料来源：GPIF2023年报，国元证券研究所

注：资产规模不含GPIF应对养老金流动性支付所设特殊账户的部分

图18：GPIF近10年规模变动拆解



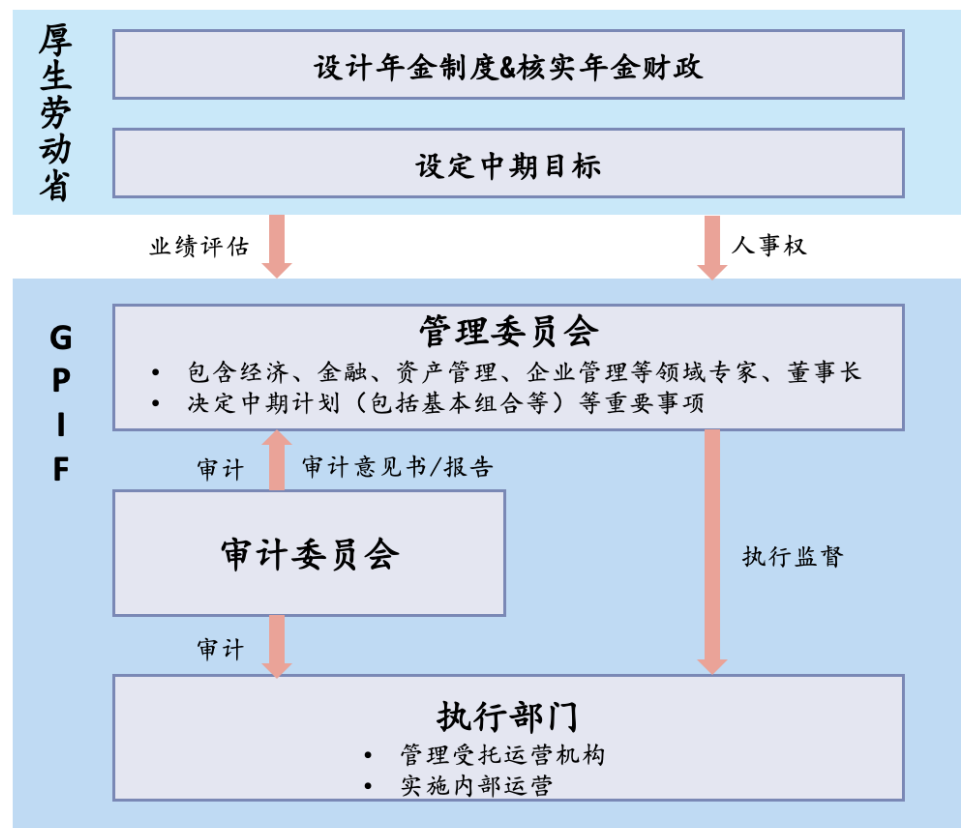
资料来源：GPIF历年报告，国元证券研究所

注：资产规模不含GPIF应对养老金流动性支付所设特殊账户的部分

1.2 管理和运营制度

- **外部监管：**GPIF受厚生劳动省直接监管，后者将资金委托给GPIF管理和投资。GPIF根据厚生劳动省制定和审定的年金制度设计与年金中期目标来制定中期计划。厚生劳动省设有评价委员会，来评定GPIF实际投资绩效，并握有 GPIF人事权和财政预算权，包括理事长、经营委员会成员、总裁等均由厚生劳动省指派任命。
- **内部运营：**2016年及之前，总裁作为机构负责人执掌 GPIF运营，并负责所有决策。总裁下设由外部专家组成的投资咨询委员，需要对中期计划的制订等重要事项进行审议、商讨外部资产管理人的选择等事宜。2017年10月，GPIF根据《政府养老投资基金法》的修订进行改革，设立了理事会和审计委员会，由此前的总裁个人决策模式转变为理事会多数投票制，将决策、监督与执行相分离，更好地提升整体运作质效并为日本公众所信赖。

图19：GPIF运行管理机制示意图



资料来源：厚生劳动省，国元证券研究所

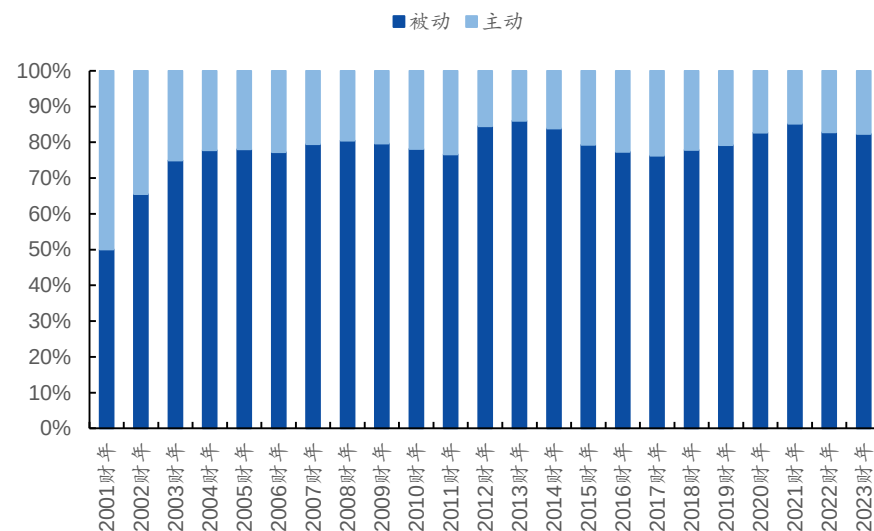
1.3 投资理念和原则

- **着眼长期：**GPIF选择长期、风险最小化的视角追求稳定的投资收益以造福全体国民。
- **分散投资：**不随短期市场波动调整投资组合，通过长期分散投资组合里的资产类别、地区及国家和时间窗口来创造稳定且有效的投资收益，保障公共养老金体系未来现金流。
- **运用政策资产组合 (Policy Asset Mix)：**GPIF认为确定一个基本的资产配置比例并长期维持，比根据短期市场趋势改变资产配置更有效。因此**严格按照政策资产配置要求来管理投资组合**，通过主动和被动投资结合的方式来获取基准收益（市场平均收益），并追求不限利润上限的投资机会。
- **提倡长期主义和ESG理念。**

1.4 投资风格和模式

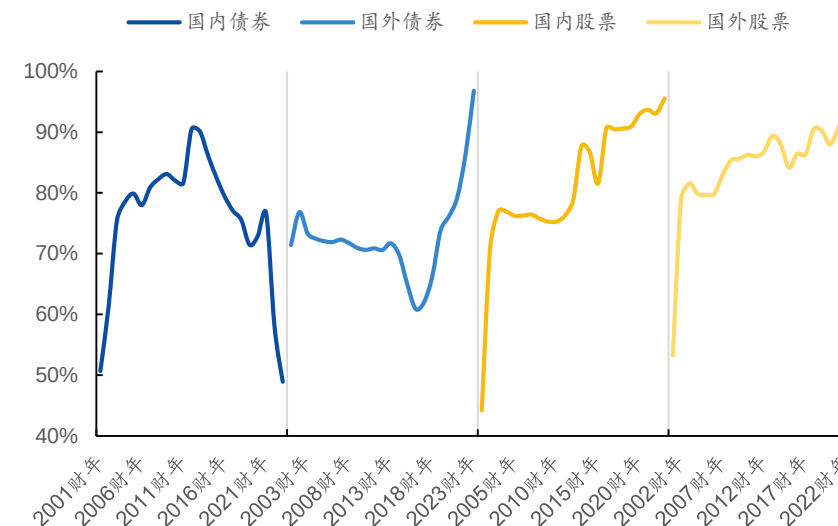
- 投资风格方面，**GPIF**以被动投资为主，整体被动投资占比多年稳定在**80%左右**。23年财年报告显示，其被动管理资产占总投资资产的**82.31%**。具体资产来看，国外债券、国内股票和国外股票的被动投资占比呈上升趋势，截至23财年占比均在**90%左右**。

图20： GPIF成立以来主被动投资占比



资料来源：GPIF，国元证券研究所

图21： GPIF四类资产被动投资占比

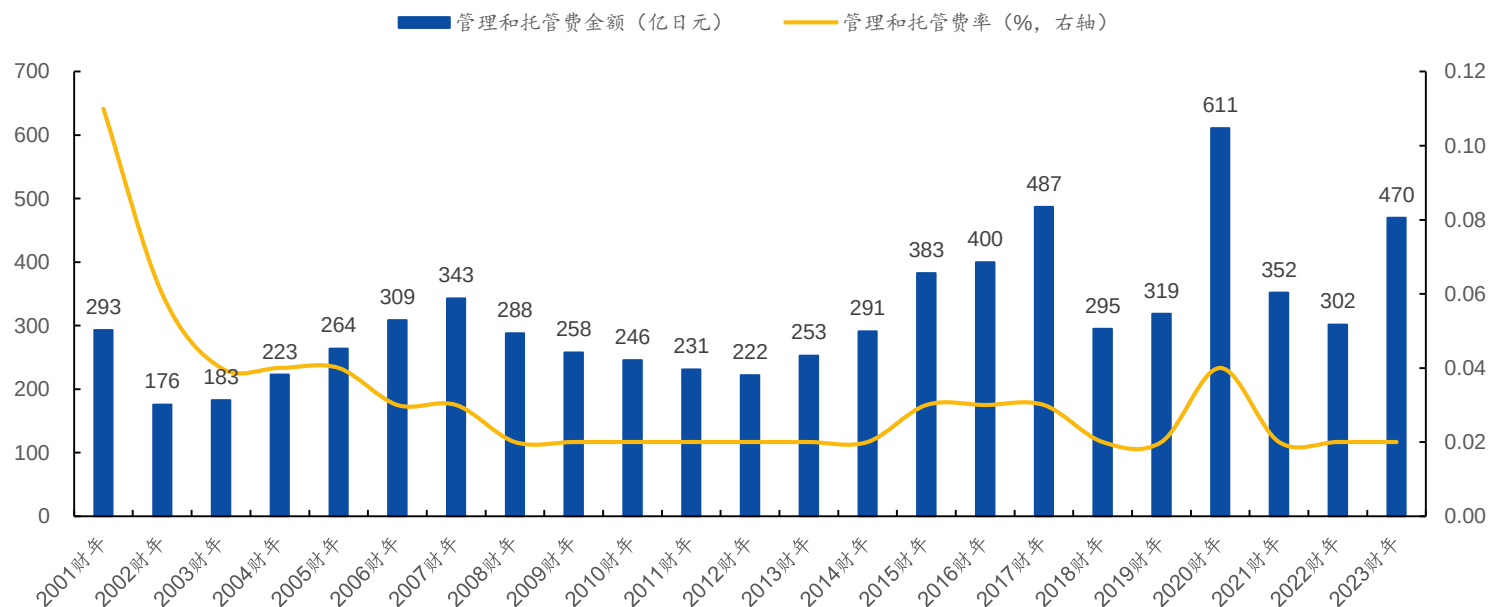


资料来源：GPIF，国元证券研究所

1.4 投资风格和模式

- 投资模式方面，**GPIF禁止在内部进行股权投资管理**，因此自成立以来其绝大多数资产均委托给外部资产管理公司进行投资。2023财年，GPIF合计委托**39**家资产管理公司进行管理；养老金的子基金数量达到**200**个，其中**190**个委托外部管理。
- GPIF费用低廉，成立以来管理费和托管费逐步下降，2023财年管理和托管费用合计470亿日元，近3年占比稳定在0.02%。

图22：GPIF成立以来管理和托管费变化

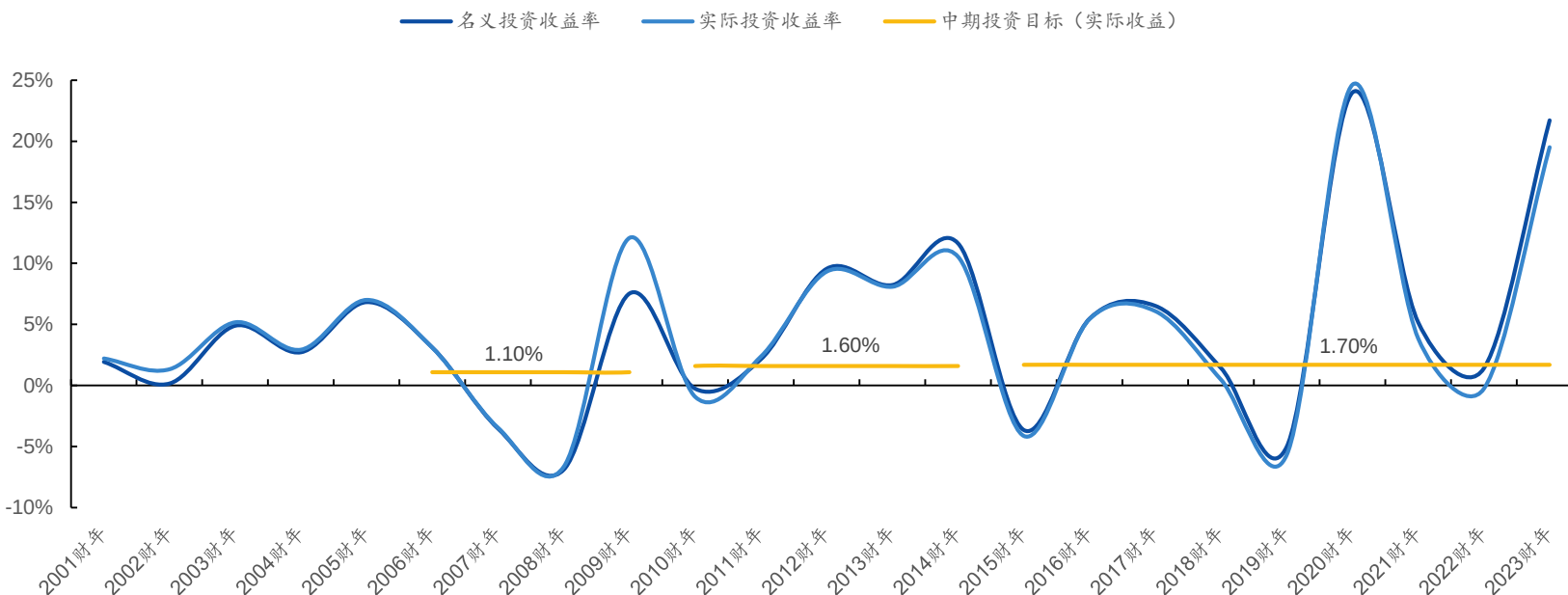


资料来源：GPIF，国元证券研究所

1.5 投资目标及收益情况

- 养老金储备金的运作以厚生劳动大臣制定的“中期目标”为基础。2014年6月开始，GPIF的中期投资目标为在最小化风险的基础上实现**1.7%**的实际投资收益率（名义投资收益率减去名义工资增长率）。
- **GPIF短期投资收益波动较大，但长期累计收益已实现投资目标。**自2001年市场化运作以来，累计收益额达到了153.8万亿日元，长期年化名义收益率**4.33%**，年化实际收益**4.24%**。在第4个中期目标期间内（2020至2024财年），已实现累计收益额96万亿日元，并且相较复合基准获得正收益。

图23：中期投资目标与GPIF历年投资收益

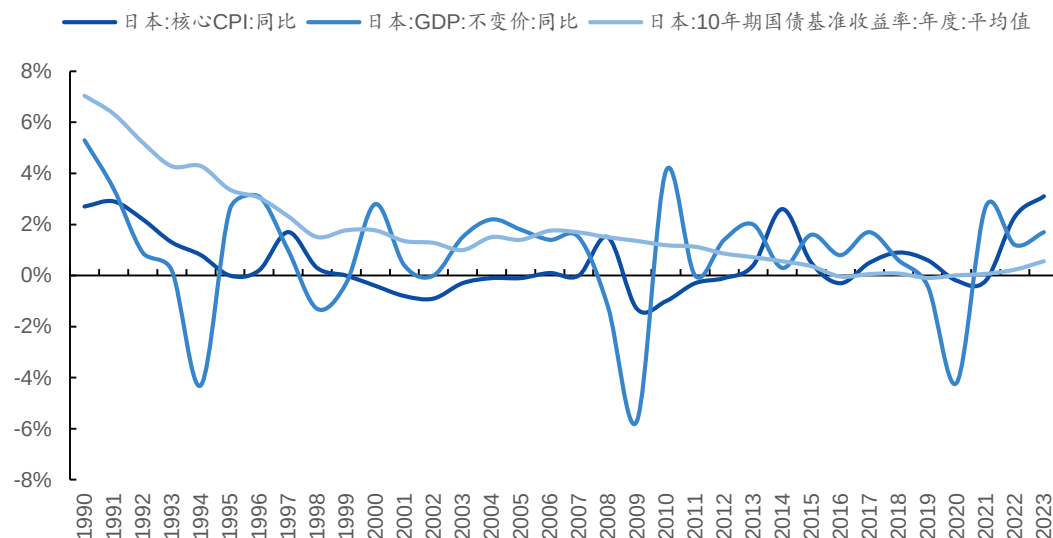


资料来源：GPIF2023年报，国元证券研究所
注：投资收益率已扣除管理费和托管费

1.5 投资目标及收益情况

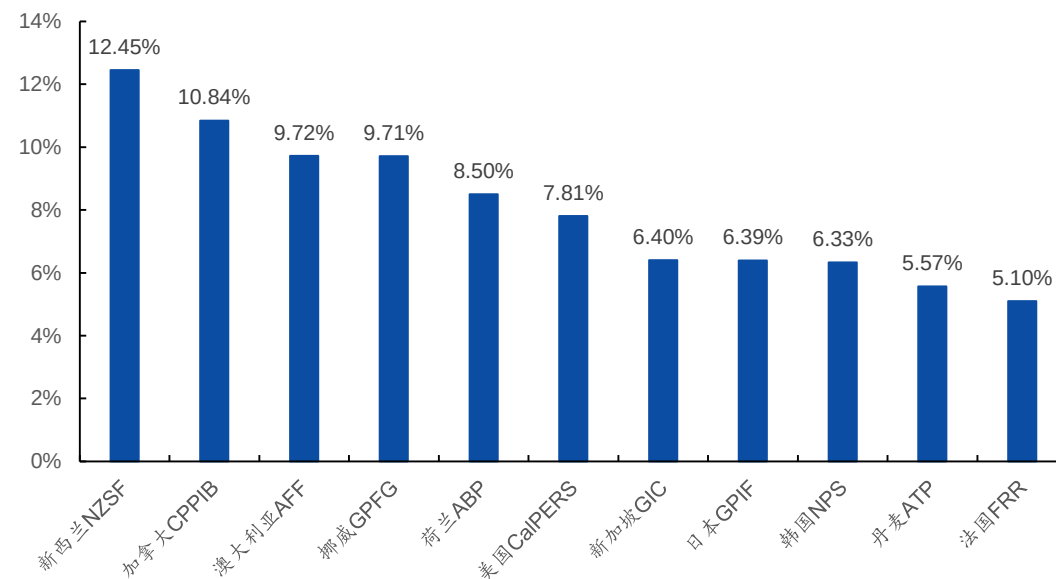
- 上世纪90年代后，日本陷入长期的低增长、低通胀和低利率环境。2000年至2005年日本核心CPI同比持续陷入通缩，10年期国债基准收益率甚至在2016年和2019年达到负值。随之而来的影响是，尽管GPIF中长期实际收益率满足投资目标，但与其他发达国家相比名义收益率偏低。

图24：日本经济长期低通胀、低增长、低利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图25：2012-2021年间各国养老金年化回报率



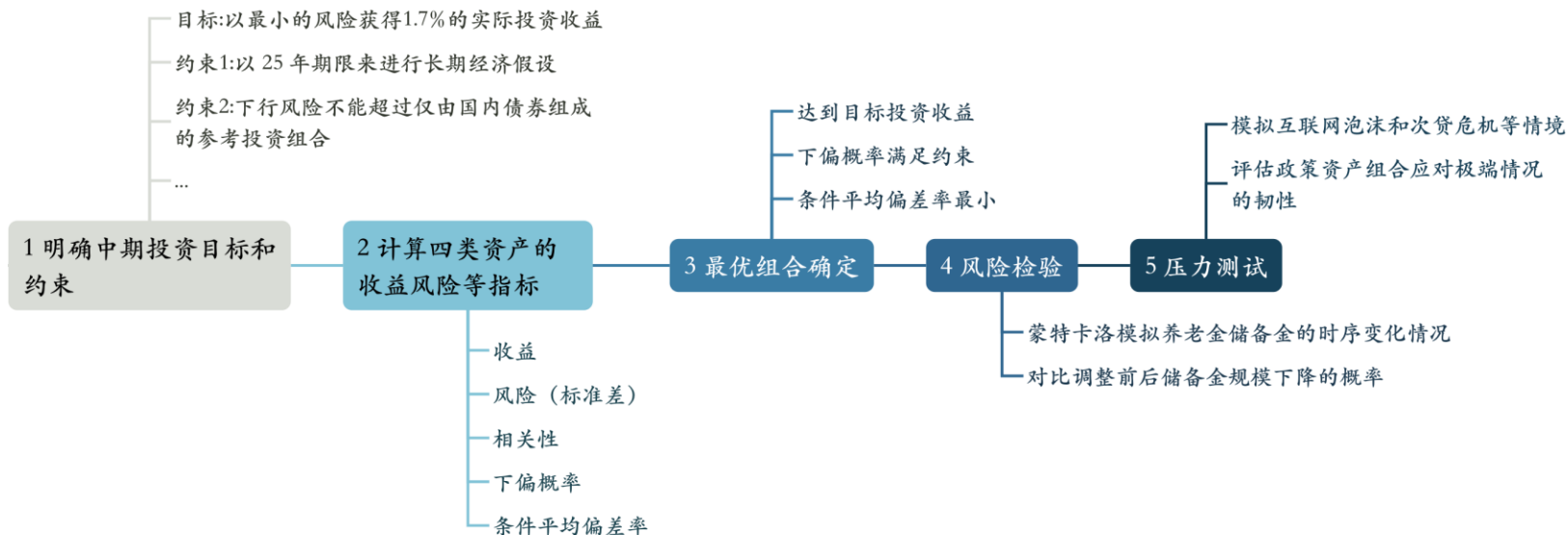
资料来源：全国社会保障基金理事会，国元证券研究所整理



2. 资产配置方法论：政策资产组合（Policy Asset Mix）

- **资产配置目标及约束：**根据厚生劳动大臣制定的第四个中期目标，GPIF需要建立一个基本投资组合并在此基础上进行投资管理，从而实现以最小的风险获得1.7%的目标投资收益。同时，厚生劳动省还要求养老投资基金低于名义工资增长率的下行风险不能超过仅由国内债券组成的参考投资组合。
- **最优组合确定：**基于四类资产（国内债券、国外债券、国内股票、国外股票）的收益、风险和其他因素，GPIF构建了多个模拟投资组合，并估算了模拟组合的预期收益、风险（标准差）、收益低于名义工资增长率的概率（下偏概率）和收益无法达到名义工资增长率时的平均差额（条件平均偏差率）。最终，GPIF在各模拟组合中选择了达到目标投资收益，“下偏概率”满足约束，且“条件平均偏差率”最小的组合。

图26：GPIF政策投资组合构建详细过程



2. 资产配置方法论：政策资产组合（Policy Asset Mix）

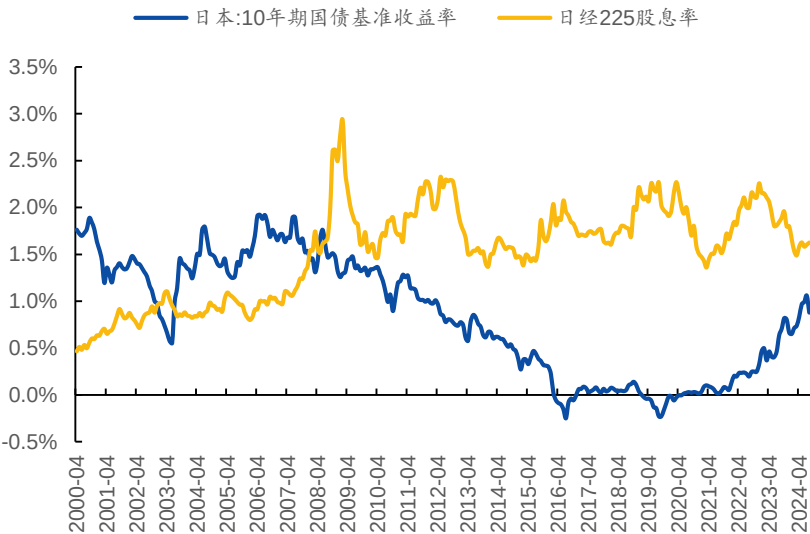
- 2014年6月后，厚生劳动省将GPIF的实际收益率目标由1.6%上调到1.7%。为了实现新的实际收益率目标，GPIF 须调整战略资产配置方针。第四个中期计划制定了新的政策资产组合及各资产类别的偏差限制，还为股债整体比例设置了11%的偏差限制，以加强对股票的风险管理。
- 基于厚生劳动省中期目标的调整，GPIF每五年对政策资产组合（Policy Asset Mix）进行修正，2006年至今共进行过四次调整。其中最为显著的变化是，为适应中期目标的上调，GPIF逐渐降低了国内债券在政策资产组合中的配置比例，从2006年的67%一路调降至目前的25%；与此同时，国内股票与国外股票资产的占比则持续提升。这样的调整主要是受到日本股债资产收益率变化的影响：2008年之后，日本国债收益率持续走低并持续低于股息收益率。对GPIF而言，继续保持高比例的国内债券资产配置，将难以满足养老金稳定增值的中期目标。

表8：GPIF历史上四次政策资产配置目标比例与偏差范围

时间		国内债券	国外债券	国内股票	国外股票	短期资产
2006.04-2013.06	目标比例	67%	8%	11%	9%	5%
	偏差范围	±8%	±5%	±6%	±5%	—
2013.06-2014.10	目标比例	60%	11%	12%	12%	5%
	偏差范围	±8%	±5%	±6%	±5%	—
2014.10-2020.03	目标比例	35%	15%	25%	25%	—
	偏差范围	±10%	±4%	±9%	±8%	—
2020.04至今	目标比例	25%	25%	25%	25%	—
	偏差范围	±7%	±8%	±6%	±7%	—
	股债偏差	±11%		±11%		—

资料来源：GPIF2023年报，国元证券研究所

图27：日本股债性价比在2008年后发生变化

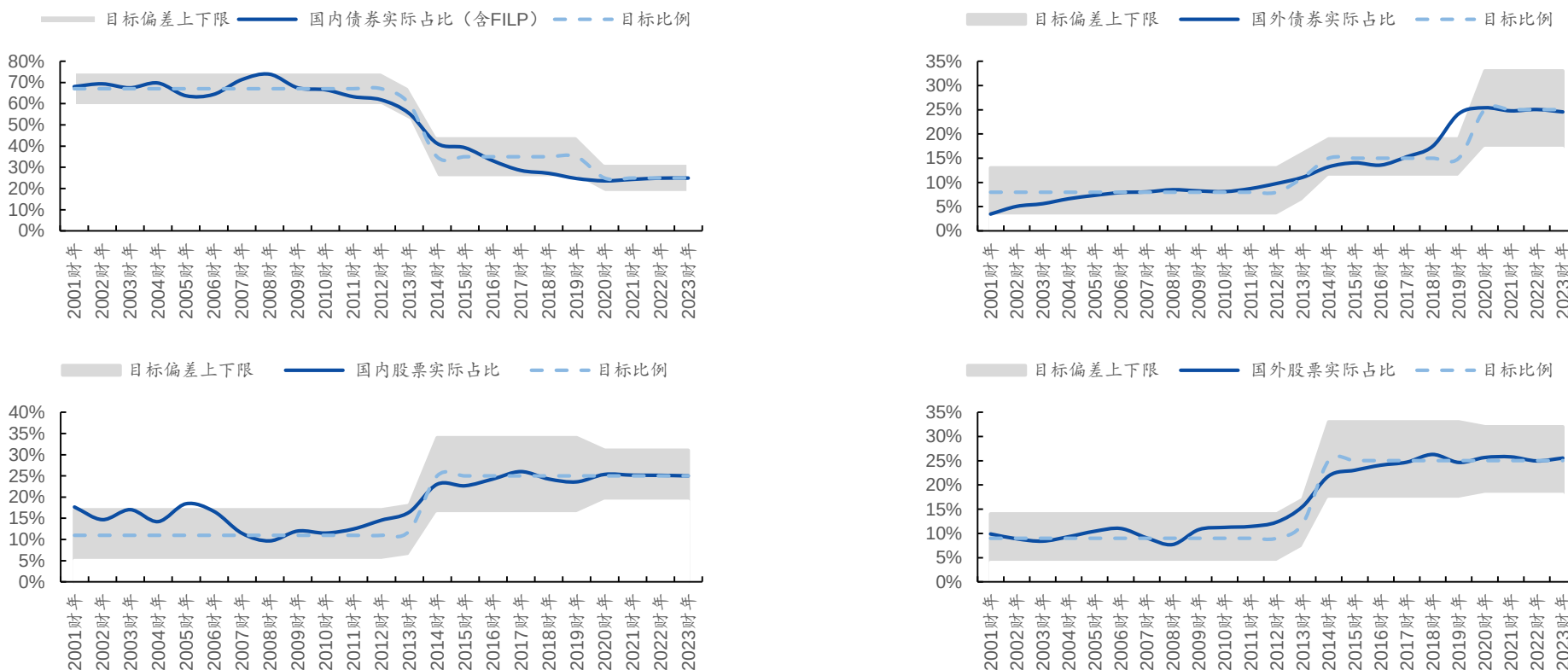


资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 资产配置方法论：政策资产组合（Policy Asset Mix）

- 风险管理方面，**GPIF**将政策资产组合作为风险管理的核心，密切关注各类资产在组合中的占比。在政策资产组合目标比例及其偏差范围内设立报警点和响应流程，同时运用跟踪误差、VaR等指标进行组合的风险监测。
- 就大类资产配置而言，**GPIF**战略资产配置的偏离度较小，成立以来仅有4个年度超过目标偏差。近5年实际配置与中期目标比例的差异进一步收窄，债券相较股票偏离度更大。

图28：GPIF四类资产偏离度较小

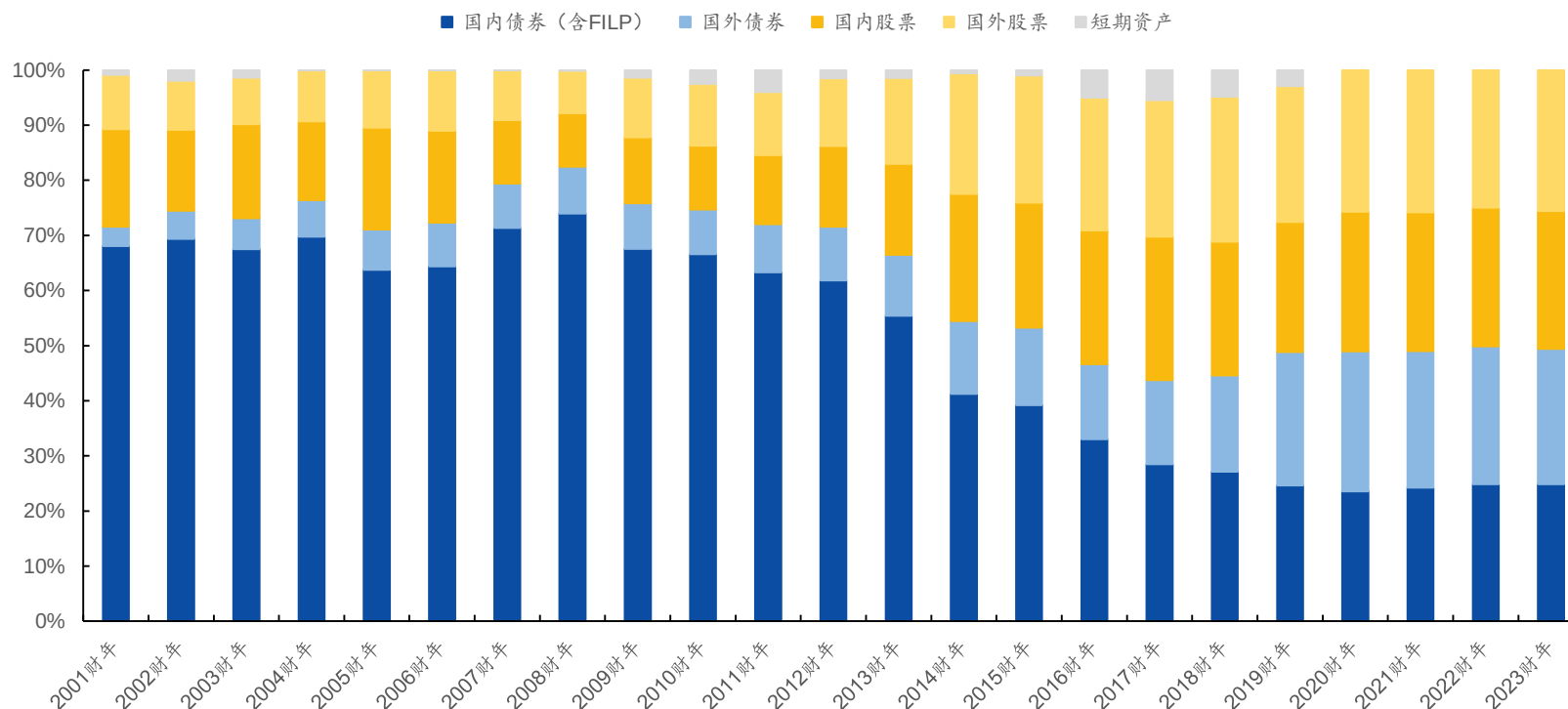


资料来源：GPIF，国元证券研究所整理

3. 实际资产配置分析

- 总体上看，**GPIF**的资产配置由债多股少切换为股债平衡，偏好国内转变为内外兼顾。近十年来看，实际资产配置比例偏离均在设定偏差范围之内。由于日债收益率较低，为了达到既定收益率目标，**GPIF**大幅调低日债持仓比率（从**41%至24%**），将国外债券配置比率提高至**25%**；**股票方面**逐步提高投资占比至**50%**，并长期维持国内国外股票**1：1**的比例。

图29：GPIF成立以来各类资产占比

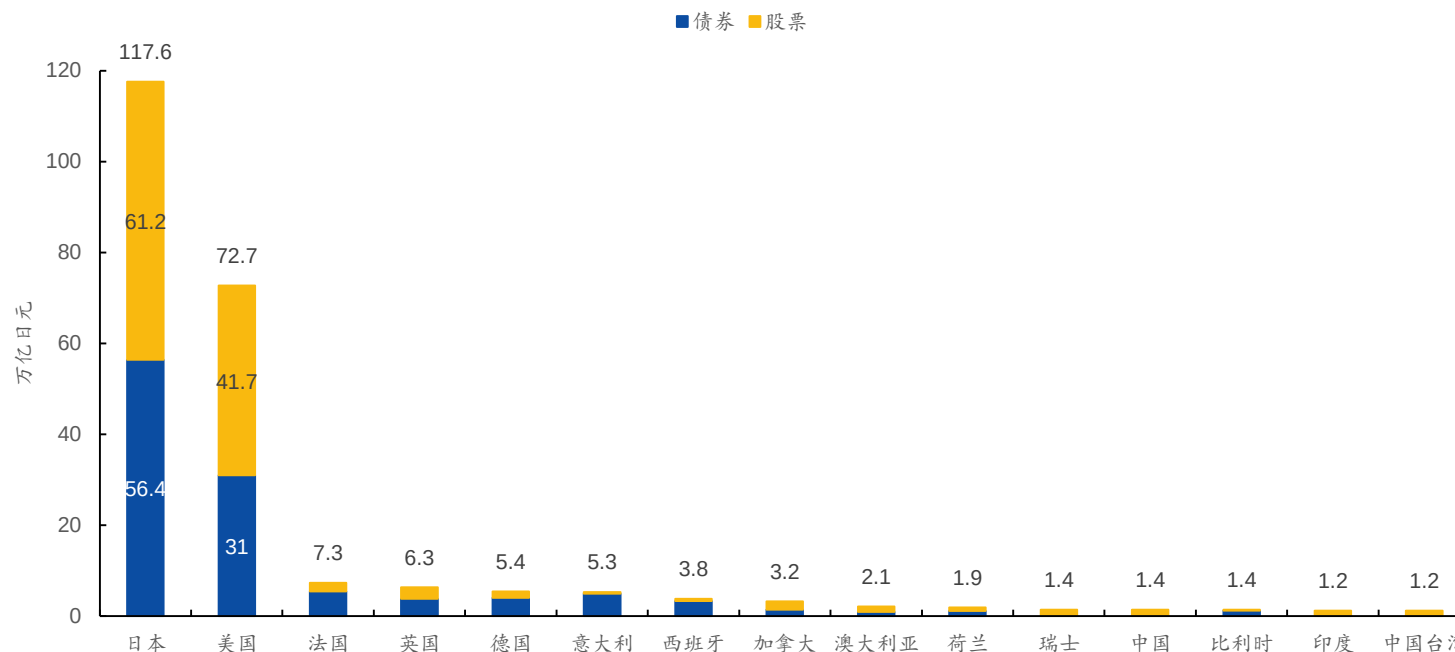


资料来源：GPIF2023年报，国元证券研究所

3. 实际资产配置分析

- GPIF通过投资于国内外各类资产，从全球经济活动中获得收益，并通过资产分散来减少整体资产价格的波动，从而降低发生重大损失的可能性。除日本外，海外投资偏好北美和欧洲发达国家，其中仅美国资产占整体运营规模为63.4%。

图30： 2023财年GPIF投资额Top15的国家和地区



资料来源：GPIF2023年报，国元证券研究所

3.1 债券投资

➤ 国内债券方面，前20大持仓占比为**28%**，均为日本政府国债。与参考基准野村债券指数最新披露的24年9月资产组合来对比，**GPIF国债持仓比例为88.99%**，**基准国债占比为84.8%**，**GPIF与基准持仓组合较为一致。**

表9：GPIF2023财年国内债券资产前二十大持仓品种

名次	国内债券资产	市值（日元）	占该类资产比例
1	付息国债373期	1,835,032,133,494	3.25%
2	付息国债371期	1,706,268,308,050	3.02%
3	10年通胀指数挂钩付息国债20期	1,114,274,275,997	1.97%
4	付息国债372期	1,074,037,875,131	1.90%
5	5年中期国债166期	922,462,398,275	1.63%
6	20年国债186期	808,581,956,098	1.43%
7	20年国债185期	795,391,590,358	1.41%
8	5年中期国债161期	769,879,691,581	1.36%
9	30年国债80期	735,530,890,871	1.30%
10	5年中期国债159期	714,738,889,269	1.26%
11	10年通胀指数挂钩付息国债21期	677,877,090,704	1.20%
12	20年国债187期	655,925,505,941	1.16%
13	10年通胀指数挂钩付息国债19期	580,189,866,911	1.03%
14	5年中期国债160期	555,144,871,574	0.98%
15	付息国债370期	531,286,775,108	0.94%
16	30年国债79期	497,201,778,336	0.88%
17	5年中期国债150期	493,282,156,659	0.87%
18	40年国债16期	464,458,013,581	0.82%
19	付息国债363期	453,141,682,662	0.80%
20	5年中期国债149期	439,226,238,441	0.78%
合计		15,823,931,989,041	28.00%

资料来源：GPIF2023年报，国元证券研究所

表10：野村债券指数24年9月组合持仓权重

	国债	地方債	政保債	金融債	事業債	円建外債	MBS	ABS
構成比	84.8%	5.9%	1.3%	0.3%	6.2%	0.3%	1.2%	0.1%
全体	964.49	66.95	14.22	3.44	70.30	3.11	14.02	0.66
短期	189.67	12.79	3.31	2.00	20.90	1.66	-	0.19
中期	249.79	24.57	4.31	1.27	25.82	1.17	-	0.29
長期	525.03	29.59	6.61	0.17	23.58	0.28	14.02	0.19

资料来源：野村研究咨询，国元证券研究所整理
注：单位为万亿日元

3.1 债券投资

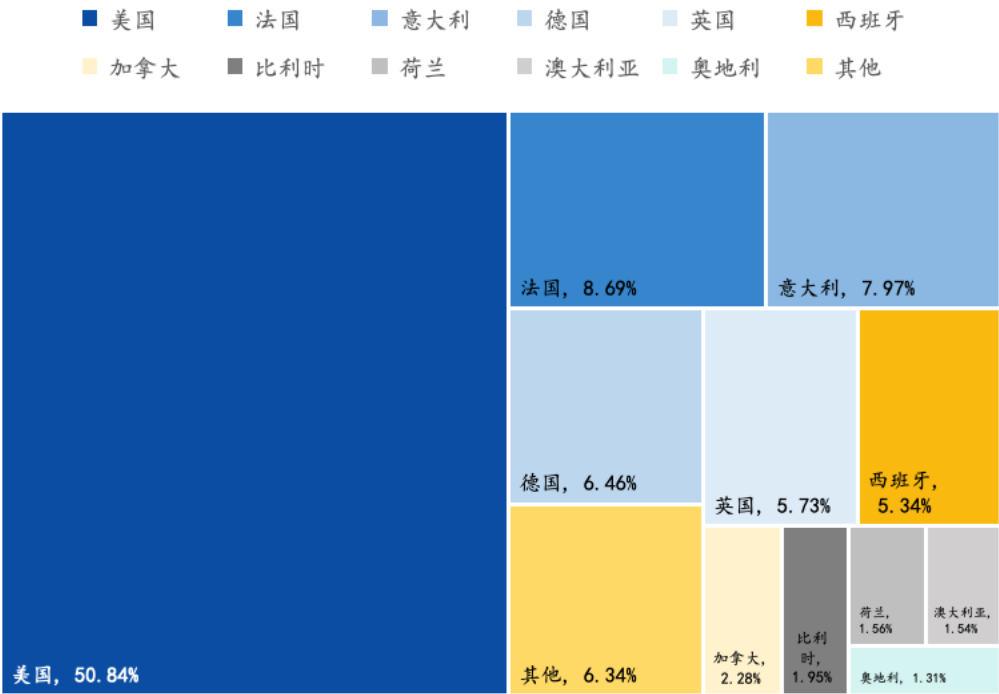
➤ 国外债券方面，资产配置更偏好发达国家政府债券。2023财年前五大政府债券持仓分别来自于美国（50.84%）、法国（8.69%）、意大利（7.97%）、德国（6.46%）和英国（5.73%）。

表11：2023年国外债券资产前二十大持仓均为美债

排名	国外债券资产	市值（日元）	占该类资产比例
1	US TREASURY N/B 3.875% 08/15/2033	285,732,011,629	0.4766%
2	US TREASURY N/B 3.375% 05/15/2033	269,222,233,023	0.4491%
3	US TREASURY N/B 0.625% 08/15/2030	267,167,613,908	0.4456%
4	US TREASURY N/B 3.5% 02/15/2033	264,997,348,056	0.4420%
5	US TREASURY N/B 4.125% 11/15/2032	259,139,991,858	0.4322%
6	US TREASURY N/B 4.5% 11/15/2033	253,289,937,548	0.4225%
7	US TREASURY N/B 1.875% 02/15/2032	251,011,992,431	0.4187%
8	US TREASURY N/B 2.875% 05/15/2032	246,199,529,976	0.4107%
9	US TREASURY N/B 1.25% 08/15/2031	244,324,241,447	0.4075%
10	US TREASURY N/B 2.875% 08/15/2028	243,847,511,566	0.4067%
11	US TREASURY N/B 2.875% 05/15/2028	242,168,830,156	0.4039%
12	US TREASURY N/B 1.375% 11/15/2031	241,416,541,721	0.4027%
13	US TREASURY N/B 1.625% 05/15/2031	231,843,249,903	0.3867%
14	US TREASURY N/B 2.75% 08/15/2032	222,181,347,539	0.3706%
15	US TREASURY N/B 1.25% 05/31/2028	221,680,958,242	0.3698%
16	US TREASURY N/B 1.25% 06/30/2028	210,113,899,296	0.3505%
17	US TREASURY N/B 0.625% 05/15/2030	207,522,313,088	0.3461%
18	US TREASURY N/B 1.5% 01/31/2027	197,281,022,835	0.3291%
19	US TREASURY N/B 2.75% 02/15/2028	192,835,081,153	0.3216%
20	US TREASURY N/B 1.5% 08/15/2026	192,659,990,888	0.3214%

资料来源：GPIF2023年报，国元证券研究所

图31：近1年国外债券投资（含公司债等）以欧美为主



资料来源：GPIF2023年报，国元证券研究所

3.2 股票投资

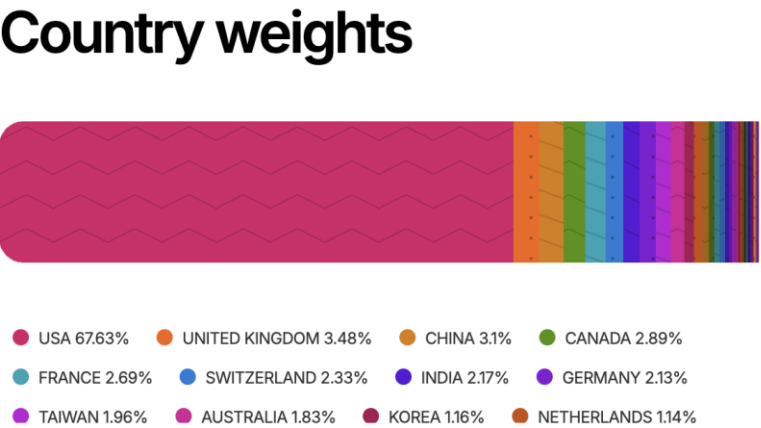
- 国内股票：前20大持仓与东证指数（TOPIX）权重股基本一致，2023财年前五大持仓分别为丰田汽车（5.31%）、三菱UFJ金融集团（2.51%）、索尼集团（2.37%）、东京电子（2.27%）和三菱商事株式会社（1.84%）。
- 国外股票：长期偏好美国公司，2023财年除台积电外前十大重仓均为美国公司。近10年来增配科技板块明显；中资股腾讯、阿里巴巴分别在17年、19~20年进入GPIF前十大重仓股，以中国为代表的新兴市场股票仍具有增配空间。

表12：GPIF国外股票前10大重仓股（2019~2023财年）

排名	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
1	苹果	苹果	苹果	微软	微软	苹果	苹果	苹果	微软
2	埃克森美孚	微软	微软	苹果	苹果	微软	微软	微软	苹果
3	微软	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	强生	Meta	Meta	Meta	Meta	Meta	Alphabet A类	英伟达	亚马逊
5	雀巢	强生	摩根大通	Alphabet C类	Alphabet C类	Alphabet C类	特斯拉	Alphabet A类	Meta
6	富国银行	埃克森美孚	强生	强生	Alphabet A类	Alphabet A类	Alphabet C类	Alphabet C类	Alphabet A类
7	诺华	摩根大通	Alphabet C类	Alphabet A类	阿里巴巴	台积电	英伟达	特斯拉	Alphabet C类
8	美国通用电气	Alphabet C类	美国银行	摩根大通	强生	阿里巴巴	台积电	Meta	礼来
9	摩根大通	富国银行	Alphabet A类	维萨	维萨	特斯拉	Meta	联合健康	台积电
10	宝洁	Alphabet A类	腾讯	埃克森美孚	雀巢	摩根大通	联合健康	埃克森美孚	博通

资料来源：GPIF历年年报，国元证券研究所

图32：MSCI ACWI ex Japan 指数区域分布



资料来源：MSCI，国元证券研究所
注：数据截至2024年9月30日

3.2 股票投资

- 国外股票（海外中资股）：截至2023财年末，GPIF合计持有中资股107只，总市值0.85万亿日元，在全部国外股票持仓中占比分别为3.12%和1.4%。GPIF的前20大中资股多数为信息技术和可选消费，集中度较高。

表13：GPIF2023财年前20大中资股

序号	股票名	股票简称	所属GICS行业	市值（十亿日元）	市值占比（全部中资股）
1	TENCENT HOLDINGS LTD	腾讯控股-ADR	信息技术	236.47	27.97%
2	ALIBABA GROUP HOLDING LTD	阿里巴巴	可选消费	135.54	16.03%
3	MEITUAN-CLASS B	美团-ADR	可选消费	57.30	6.78%
4	NETEASE INC	网易	信息技术	37.84	4.48%
5	JD.COM INC-CLASS A	京东集团	可选消费	30.67	3.63%
6	XIAOMI CORP-CLASS B	小米集团-B	信息技术	26.84	3.17%
7	BAIDU INC-CLASS A	百度集团	信息技术	26.35	3.12%
8	TRIP.COM GROUP LTD	携程集团	可选消费	16.86	1.99%
9	LI AUTO INC-CLASS A	理想汽车	可选消费	16.76	1.98%
10	KUAISHOU TECHNOLOGY	快手-ADR	信息技术	13.20	1.56%
11	ANTA SPORTS PRODUCTS LTD	安踏体育-ADR	可选消费	12.26	1.45%
12	NEW ORIENTAL EDUCATION & TEC	新东方	可选消费	11.78	1.39%
13	CK HUTCHISON HOLDINGS LTD	长和	工业	10.68	1.26%
14	CHINA RESOURCES LAND LTD	华润置地-ADR	房地产	9.66	1.14%
15	BEIGENE LTD	百济神州	医疗保健	7.84	0.93%
16	CHAILEASE HOLDING CO LTD	中租-KY	金融	7.61	0.90%
17	CK ASSET HOLDINGS LTD	长实集团-ADR	房地产	7.19	0.85%
18	SHENZHOU INTERNATIONAL GROUP	申洲国际-ADR	可选消费	6.94	0.82%
19	ALCHIP TECHNOLOGIES LTD	世芯-KY	信息技术	6.67	0.79%

资料来源：GPIF2023年报，国元证券研究所

3.3 另类投资

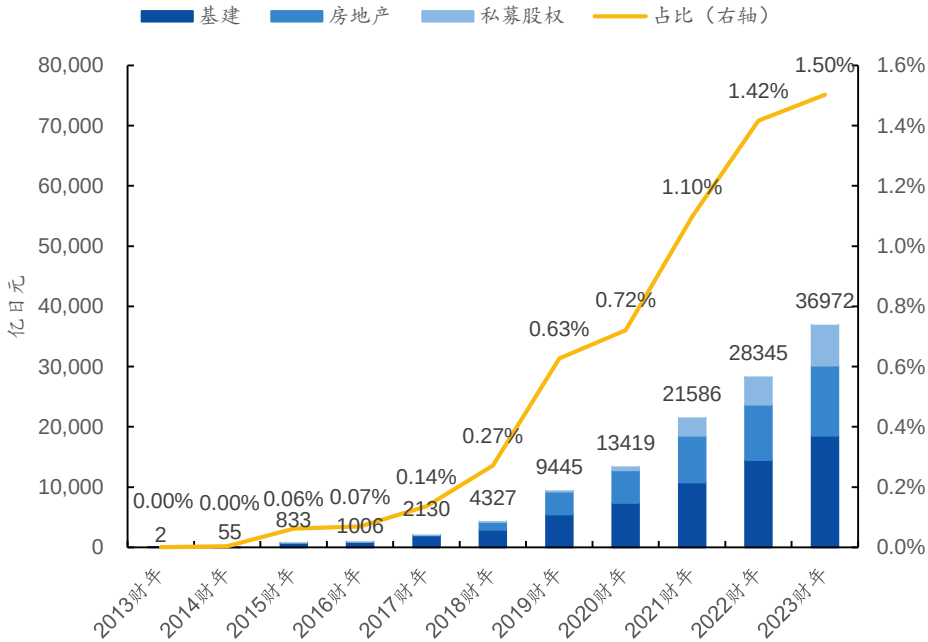
- 2013财年以来，GPIF一直通过与机构投资者的联合投资平台投资另类资产，以提高投资组合的效率，赚取超额回报。截至2023财年末，另类资产的市值为3.7万亿日元，占养老金储备金总额的1.50%，低于第四个中期计划所规定的5%上限。
- 从资产类别来看，GPIF投资于基建、房地产和私募股权三类资产（2013财年开始投资基建，2015财年开始投资私募股权），其中基建资产一直占据最大份额，截至2023财年底，三类资产占比分别为50.10%、31.51%和18.39%。从投资收益来看，另类资产投资开始至2023财年底的内含报酬率为11.37%，私募股权资产的收益相较另外两类资产更高，内含报酬率达18.08%。

表14：GPIF另类投资收益（截至2023财年）

	全部另类资产	基建	房地产	私募股权
开始至2023财年为止IRR（日元计价）	11.37%	10.95%	9.82%	18.08%
国内资产（日元计价）	6.81%	5.35%	7.27%	-5.26%
海外资产（美元计价）	4.17%	4.34%	2.14%	7.32%
海外资产（日元计价）	11.98%	11.18%	10.93%	18.40%

资料来源：GPIF2023年报，国元证券研究所

图33：GPIF另类投资增长迅速，绝对占比较低



资料来源：GPIF2023年报，国元证券研究所

- 第一章 日本多层次养老金制度发展概况
- 第二章 日本多支柱下养老金资产的管理与投资
- 第三章 日本政府养老投资基金（GPIF）全貌
- 第四章 GPIF收益分析与模拟
 - 1.GPIF收益分析
 - 2.GPIF超额分解
 - 3.GPIF模拟投资组合
- 第五章 核心结论

1.GPIF收益分析

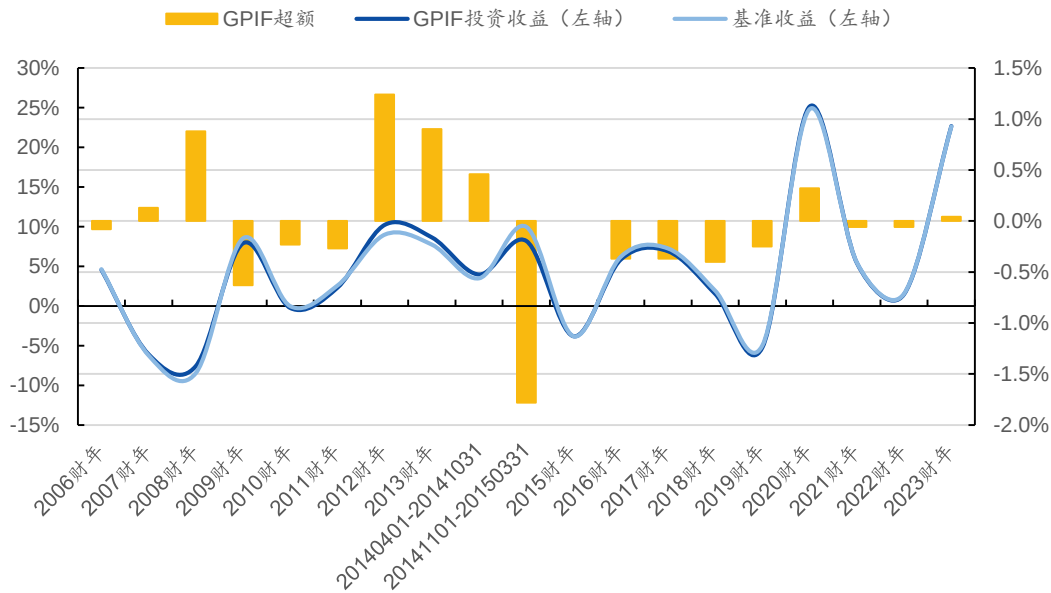
- 根据政策资产组合中四类资产的目标比例，GPIF对各资产基准指数收益进行加权平均并每月再平衡，从而计算整个组合的基准收益率，用以评估整体资产表现，并据此计算超额收益率。值得一提的是，尽管中国政府债自2021年10月起逐步纳入富时全球政府债券指数，但考虑到中国政府债券无法与国际结算系统结算等原因，GPIF决定暂不投资中国政府债券，相应地国外债券基准也排除中国。
- 总体而言，GPIF的投资收益紧贴市场基准，近年来超额进一步收窄至±0.5%以内，这与GPIF偏好被动的投资风格相一致。基于庞大的资产管理规模，GPIF认为在保持风险不变的情况下，获取超1%的超额收益非常困难，仅0.1%的超额也将带来约2000亿日元的可观收益。

表15：GPIF政策资产组合基准指数

资产类别	政策基准指数
国内债券	NOMURA-BPI 野村债券表现指数（不包含ABS）
国内股票	TOPIX 东证指数（全收益）
国外债券	FTSE World Government Bond Index 富时全球政府债券指数（不包含日本和中国，非日元对冲）
国外股票	MSCI ACWI 明昇全球旗舰股票指数（不包含日本，日元计价，全收益）

资料来源：GPIF2023年报，国元证券研究所

图34：2006年以来GPIF投资收益与超额



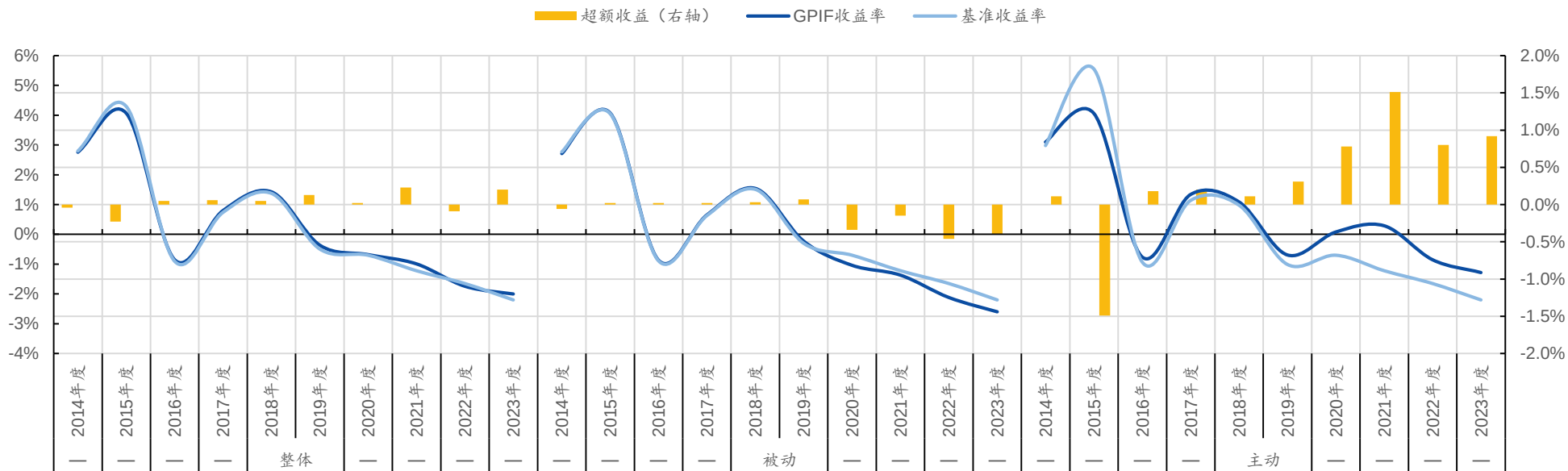
资料来源：GPIF2023年报，国元证券研究所
注：中期投资计划于2014财年中间调整，故分为两个时段



1.1 国内债券

- 整体而言，国内债券相较基准的超额维持在 $\pm 0.3\%$ 以内，但绝对收益受国内债券长期收益低迷的影响呈下降趋势。分主被动投资来看，2013财年至2023财年，国内债券的被动投资比例由90.13%降至48.92%，主被动超额则出现分化，被动投资基金近5年跟踪效果较差，平均跟踪误差为1.04%，主动投资贡献稳定超额。
- 2023财年国内债券超额收益率为0.20%，日元利率因素和与物价挂钩的国债等对其产生了积极影响。

图35：近10年国内债券主被动投资收益情况



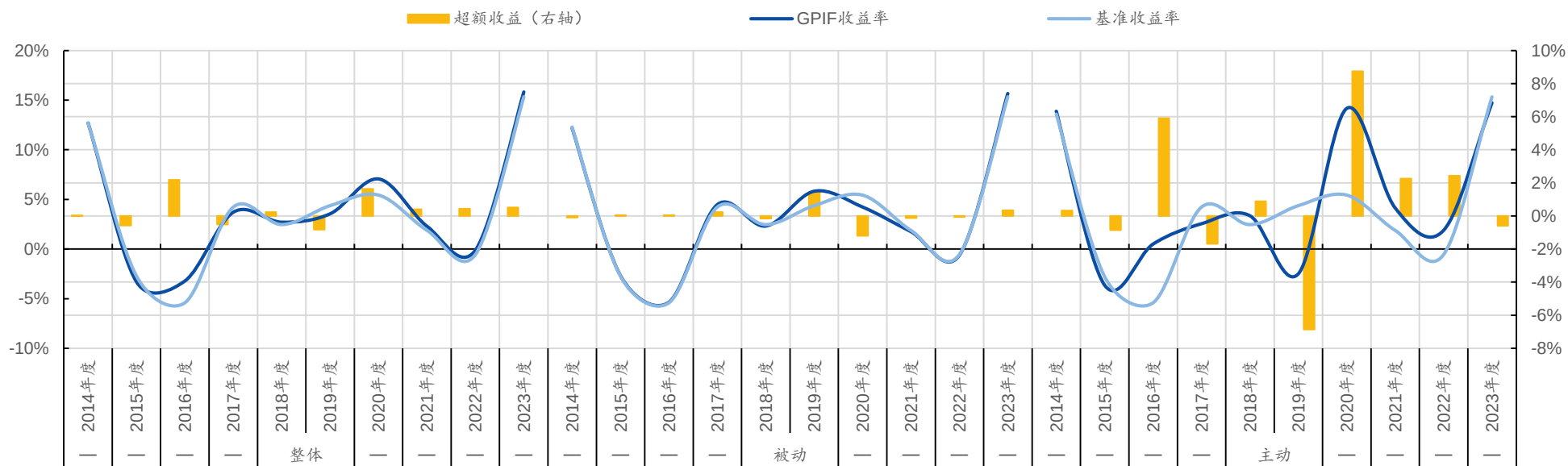
资料来源：GPIF，国元证券研究所



1.2 国外债券

- 近10年来国外债券被动投资占比稳步升高，至23财年达到96.79%，因此整体超额收益的波动主要来自于主动投资部分。在新冠疫情的冲击下，19、20财年主动投资收益剧烈震荡，19财年高配美元计价的公司债导致大幅跑输基准。
- 2023财年受日元兑美元贬值13.7%的影响，在全球利率上升的情况下，外国债券的绝对收益创下历史新高，相对于基准的超额收益率为0.51%，外债信用等因素对其产生积极贡献。

图36：近10年国外债券主被动投资收益情况



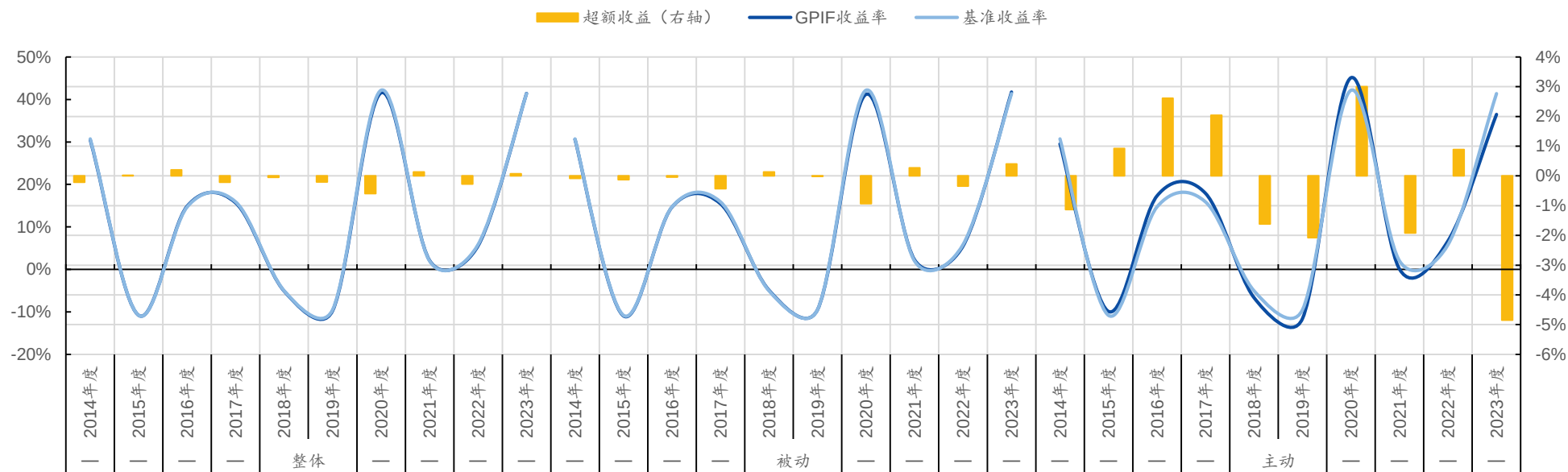
资料来源：GPIF，国元证券研究所



1.3 国内股票

- 国内股票近10年的投资收益几乎与基准指数无异。分主被动投资来看，被动投资基金占比近九成，且平均近5年跟踪误差仅为0.14%，主动投资基金也展现出与贝塔强相关。
- 2023财年国内股票相对于基准的超额收益率为0.07%，其中ESG被动管理对收益产生了积极贡献，而现有的主动管理和另类资产则对收益产生了负面影响。

图37：近10年国内股票主被动投资收益情况



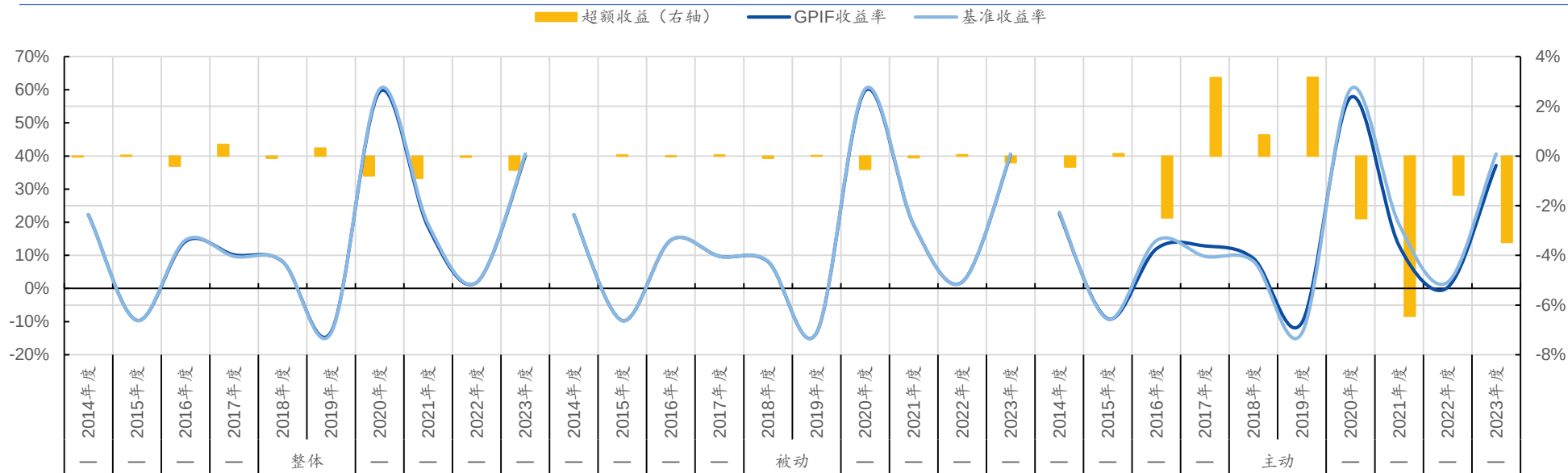
资料来源：GPIF，国元证券研究所



1.4 国外股票

- 同样受被动投资高占比的影响，国外股票的超额收益并不突出，且近年来主动投资获取超额能力较差。
- 2023财年国外股票相对于基准的超额收益率为-0.57%，新启动的主动管理投资组合对收益产生了正向贡献。GPIF从2022年度下半年开始应用新的定量评估方法，积极筛选股票主动管理基金，重点关注超额收益的可重复性和稳定性，投资北美及发达国家组合自运作以来的信息比率达1.93。

图38：近10年国外股票主被动投资收益情况



资料来源：GPIF，国元证券研究所



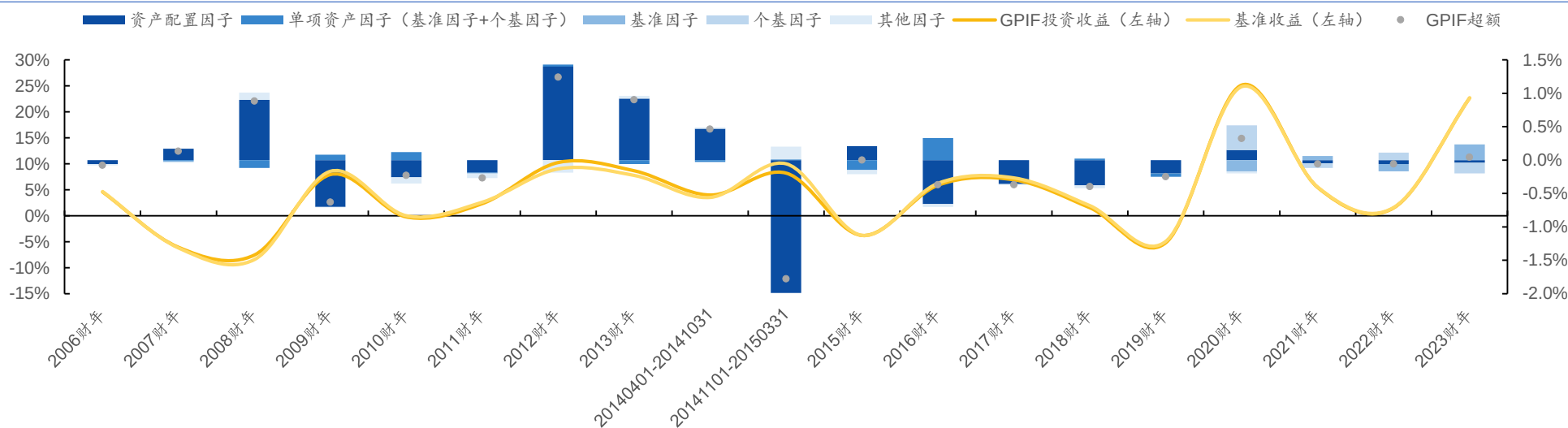
2.GPIF超额分解

GPIF将超额收益率拆解为三类因子：

- **资产配置因子**：实际资产配置权重与政策组合权重不同而导致的收益差异，反映大类资产配置偏差。
- **单项资产因子**：每类资产实际收益与相应基准收益之差。2020财年开始，GPIF将单项资产因子进一步拆分为**基准因子**和**个因子**，前者指基金实际基准与政策组合基准之间的收益差异，反映基金相较基准的主动风格偏离；后者指基金收益与基金实际基准的收益差异，反映基金主动选择证券获取Alpha的能力。
- **其他因子**：误差及其他差异。

2020财年以前，GPIF超额主要由资产配置因子贡献，随着各资产与目标比例的偏离度逐渐收窄，以及更加积极主动布局美国和其他发达国家，GPIF整体的基准因子和个因子日渐增益。

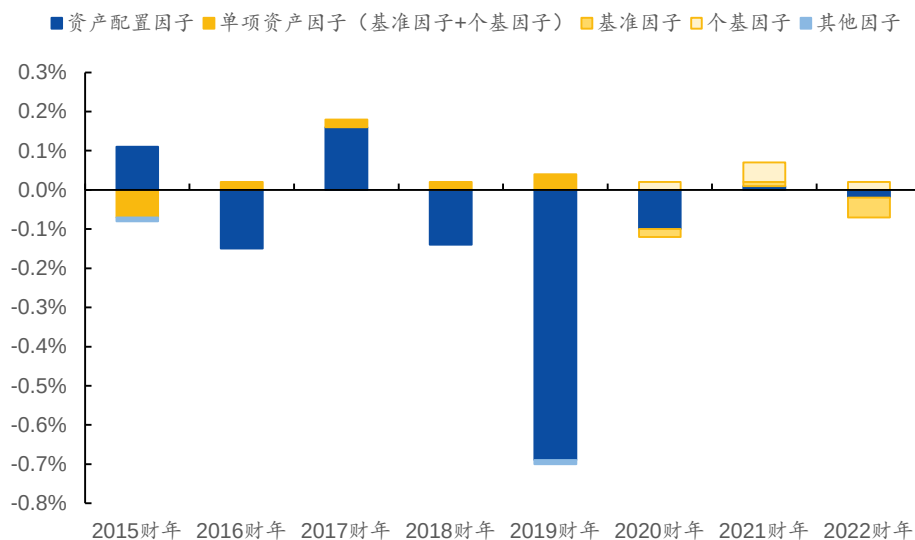
图39：2006年以来GPIF投资收益



2.GPIF超额分解

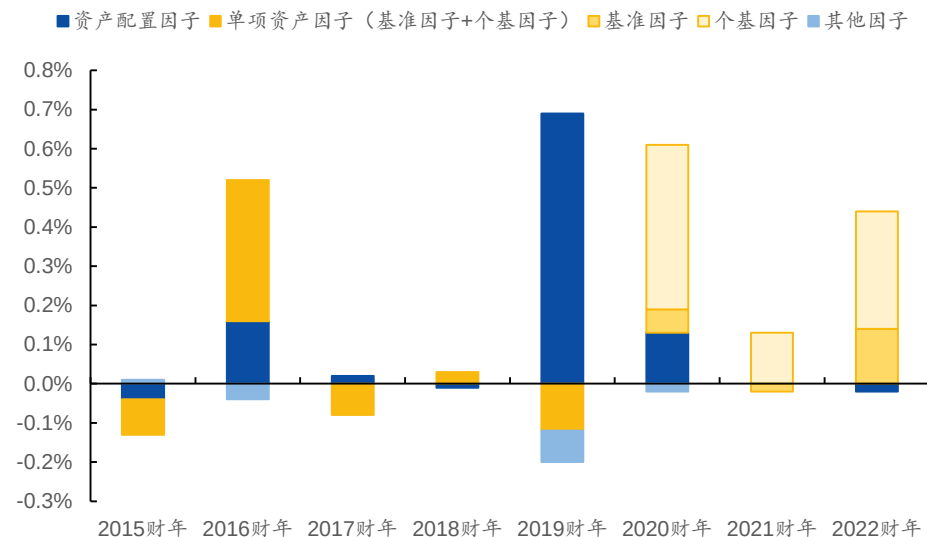
- 细分资产来看，国内债券在四类资产中被动投资占比最低，配置因子贡献了主要超额，基准因子和个因子在GPIF精细化风险管理的影响下乏善可陈。随着20财年后实际配置与目标比例差异缩小，配置因子的超额贡献也逐渐走低。国外债券基金择券能力较强，个因子近年来获取显著正超额。

图40：国内债券超额收益分解（2015-2022财年）



资料来源：GPIF历年报告，国元证券研究所
注：各因子经过资产权重调整

图41：国外债券超额收益分解（2015-2022财年）

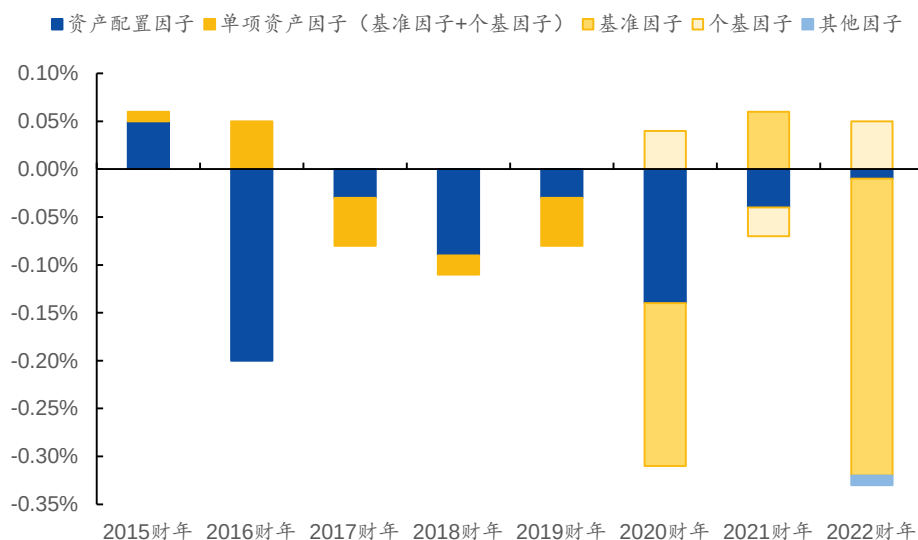


资料来源：GPIF历年报告，国元证券研究所
注：各因子经过资产权重调整

2.GPIF超额分解

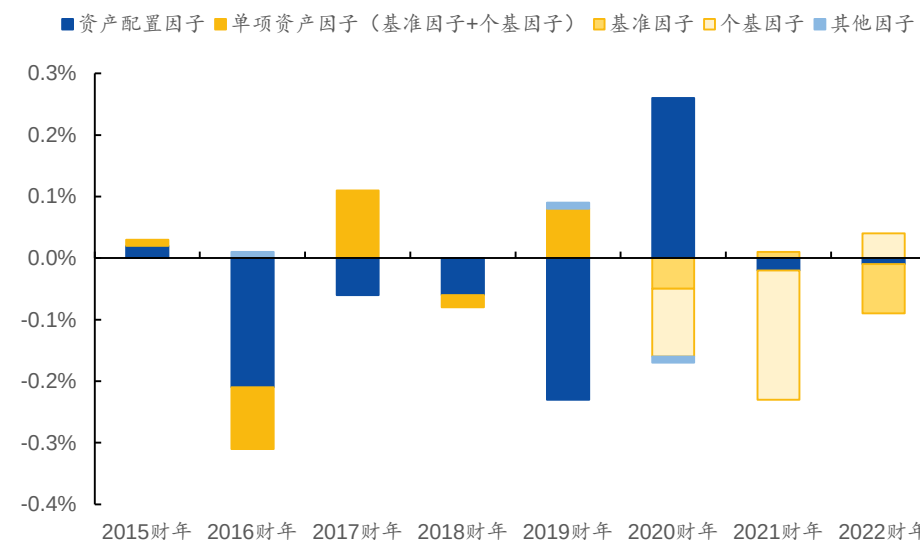
- 股票资产长期以来被动投资占比高，整体超额的波动小于债券资产。近年来国内股票的超额主要受基准选择的影响，表明部分基金主动通过风格或主题暴露获取超额，个基因子贡献较低。相比之下，国外股票个基因子占比较高，但由于海外配置的难度较大，获取正超额收益仍然面临挑战。

图42：国内股票超额收益分解（2015-2022财年）



资料来源：GPIF历年报告，国元证券研究所
注：各因子经过资产权重调整

图43：国外股票超额收益分解（2015-2022财年）



资料来源：GPIF历年报告，国元证券研究所
注：各因子经过资产权重调整

2.GPIF超额分解

➤ 从基金实际跟踪的指数中，可以窥得GPIF整体的风格偏好。截至2023财年，国内股票资产实际基准指数共20个，大多数基金选取与政策资产组合相同的基准，跟踪TOPIX指数的基金规模占比达76%。除了全市场宽基指数外，ESG和碳中和主题也备受被动投资基金青睐，风格方面则更偏好中大市值，成长价值较为均衡。

表16：2023财年国内股票资产的基准指数

投资方式	指数缩写	指数全称	备注	跟踪基金市值总和（亿日元）	2023财年收益率
被动投资	TOPIX	TOPIX	全收益	451875	41.34%
	RN-P	RUSSELL/NOMURA Prime Index	全收益	30633	41.24%
	MSCI-N-ESG	MSCI Japan ESG Select Leaders Index		29721	44.88%
	SP-C	S&P/JPX Carbon Efficient Index		23117	41.92%
	FTSE-BL	FTSE Blossom Japan Index		15223	47.82%
	FTSE-BLSR	FTSE Blossom Japan Sector Relative Index		14417	43.99%
	MSCI-WIN	MSCI Japan Empowering Women Index (WIN)		9403	44.91%
	MO-GD-J	Morningstar Japan ex-REIT Gender Diversity Tilt Index		7364	42.64%
	TOPIX-3OG	TOPIX Core 30 Growth	全收益	2104	21.59%
	TOPIX-3OV	TOPIX Core 30 Value	全收益	2060	26.54%
	RAFI	Nomura RAFI Index		1799	49.09%
	TOPIX-7OV	TOPIX Large70 Value	全收益	1228	19.90%
	TOPIX-7OG	TOPIX Large70 Growth	全收益	1015	16.75%
	TOPIX-4OOV	TOPIX Mid400 Value	全收益	961	15.66%
	TOPIX-4OOG	TOPIX Mid400 Growth	全收益	467	9.16%
主动投资	TOPIX	TOPIX	全收益	19577	41.34%
	MSCI-J	MSCI Japan	全收益	3121	19.70%
	RN-V	RUSSELL/NOMURA Large Cap Value Index	全收益	1903	58.14%
	RN-TG	RUSSELL/NOMURA Total Market Growth Index	全收益	1794	28.82%
	RN-SG	RUSSELL/NOMURA Small Cap Growth Index	全收益	400	15.65%
	RN-S	RUSSELL/NOMURA Small Cap Index	全收益	188	30.79%

资料来源：GPIF，国元证券研究所



2.GPIF超额分解

➤ 国外股票2023财年基准指数合计27个，指数跟踪集中度低于国内股票。分主被动投资来看，被动投资基金地域上广泛投资于北美、新兴市场、欧洲和中东以及太平洋地区，风格上偏好大盘，成长价值兼顾；主动投资基金则偏好北美市场，风格偏向中小盘和成长。

表17：2023财年国外股票资产的基准指数

投资方式	指数缩写	指数全称	备注	跟踪基金市值总和（亿日元）	2023财年收益率
被动投资	MSCI-A-EXC	MSCI ACWI	全收益，不含日本、中国A股，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	263950	40.79%
	MSCI-K	MSCI KOKUSAI	全收益，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	106782	42.84%
	SP-GC	S&P Global Ex-Japan LargeMidCap Carbon Efficient Index	日元计价，不含日本	48769	40.40%
	MSCI-EXC	MSCI EMERGING MARKETS	全收益，不含中国A股，日元计价，已扣税	31077	24.61%
	MSCI-N	MSCI North America	全收益，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	29641	47.35%
	MSCI-A-ESG	MSCI ACWI ESG Universal Index	全收益，不含中国A股，日元计价，已扣税	23463	41.74%
	MSCI-EU	MSCI Europe & Middle East	全收益，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	14438	30.44%
	MSCI-US100	MSCI USA100	全收益，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	13293	52.97%
	MO-GD	Morningstar Developed Markets (ex Japan) Gender Diversity Index	全收益，不含日本，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	6849	40.39%
	MSCI-USLV	MSCI USA Large Cap Value	全收益，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	4602	36.71%
	MSCI-US30	MSCI USA30	全收益，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	4031	30.70%
	MSCI-USLG	MSCI USA Large Cap Growth	全收益，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	2708	60.62%
	MSCI-P	MSCI Pacific	全收益，不含日本，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	2466	16.50%
	MSCI-EASEALV	MSCI EASEA Large Cap Value	全收益，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	1490	18.40%
	MSCI-CA	MSCI Canada	全收益，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	1171	31.29%
	MSCI-EASEALG	MSCI EASEA Large Cap Growth	全收益，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	1079	17.62%
主动投资	MSCI-K	MSCI KOKUSAI	全收益，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	21040	42.84%
	SP500	S&P500	全收益，日元计价	10593	47.70%
	MSCI-K-IMI	MSCI KOKUSAI IMI	全收益，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	5581	25.76%
	FR1000V	RUSSELL 1000 Value Index	全收益，日元计价	5326	36.76%
	FR-T200	Russell Top 200 Index	全收益，日元计价	3116	50.60%
	FR1000	RUSSELL 1000 Index	全收益，日元计价	2277	47.68%
	FR3000	RUSSELL 3000 Index	全收益，日元计价	2066	47.03%
	FR3000G	RUSSELL 3000 Growth Index	全收益，日元计价	1804	56.88%
	FR1000G	RUSSELL 1000 Growth Index	全收益，日元计价	1213	58.06%
	FR-MV	RUSSELL Midcap Value Index	全收益，日元计价	1204	36.91%
	MSCI-CA	MSCI Canada	全收益，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	1098	31.29%
	MSCI-AG-EXC	MSCI ACWI Growth	全收益，不含日本、中国A股，日元计价，已考虑GPIF分红税收因素	9	/
	MSCI-E	MSCI EMERGING MARKETS	全收益，日元计价，已扣税	3	5.83%

资料来源：GPIF，国元证券研究所

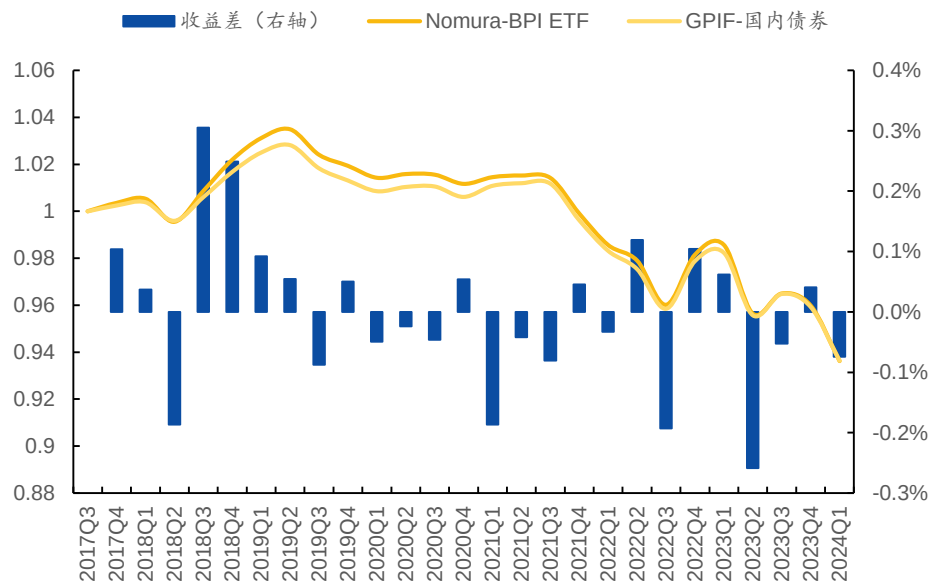


3.GPIF模拟投资组合

考虑到GPIF偏好被动且极度保守的特点，我们针对四类资产选取相应ETF复现GPIF的投资收益。

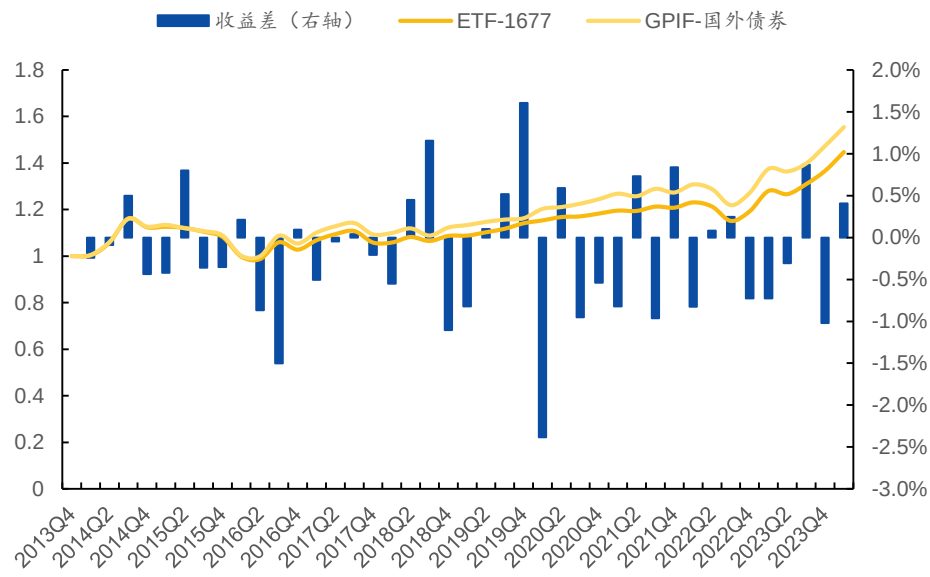
- **国内债券**：选取野村证券资管下的日本债券Nomura-BPI ETF(2510.T)；其净资产规模约为1843.9亿日元，是东京证券交易所场内最大的一支挂钩野村日本债券指数的ETF。
- **国外债券**：选取日兴资管旗下的国际债券组合（1677.T）；其净资产规模约为320.4亿日元，挂钩指数为富时全球政府债券指数（除日本）。

图44：国内债券ETF与GPIF对比



资料来源：GPIF，NEXT FUNDS，国元证券研究所

图45：国外债券ETF与GPIF对比



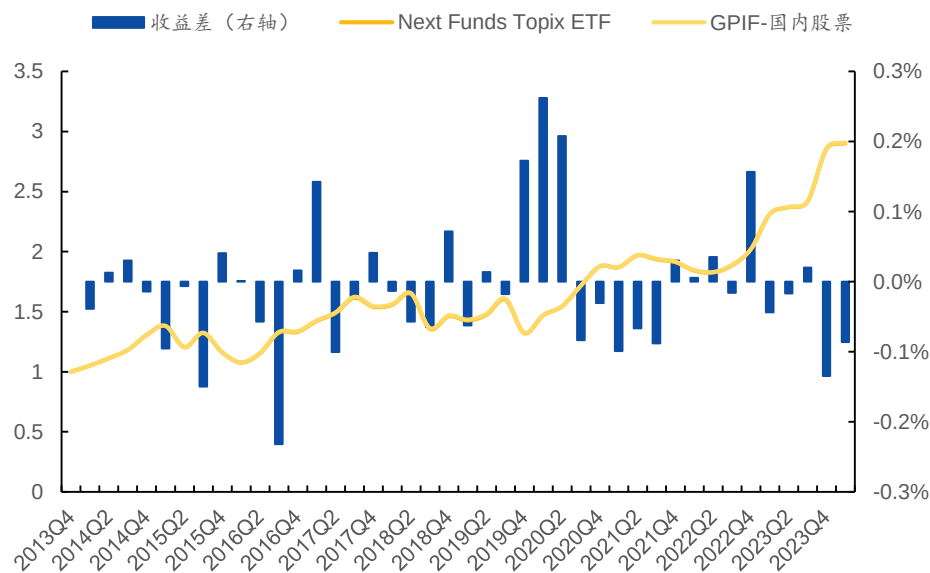
资料来源：GPIF，Nikko Asset Management，国元证券研究所



3.GPIF模拟投资组合

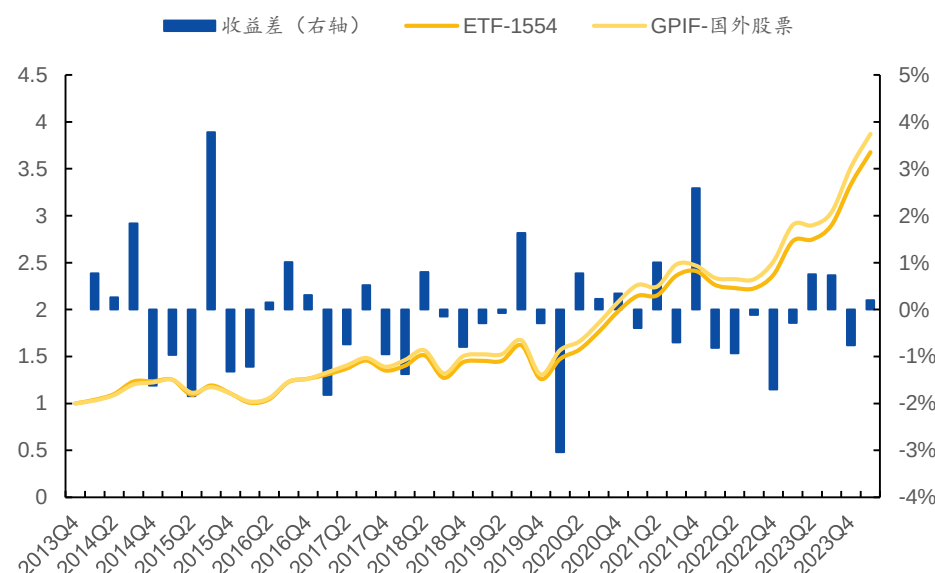
- **国内股票：**选取野村证券资管下的Next Funds Topix ETF(1306.T)；其净资产规模为22.9万亿日元，是东京证券交易所场内最大的一支挂钩东证指数的ETF。
- **国外股票：**选取日兴资管旗下的国际股票组合（1554.T）；其净资产规模约为125.4亿日元，挂钩指数为明昇全球旗舰股票指数（除日本）。

图46：国内股票ETF与GPIF对比



资料来源：GPIF, NEXT FUNDS, 国元证券研究所

图47：国外股票ETF与GPIF对比

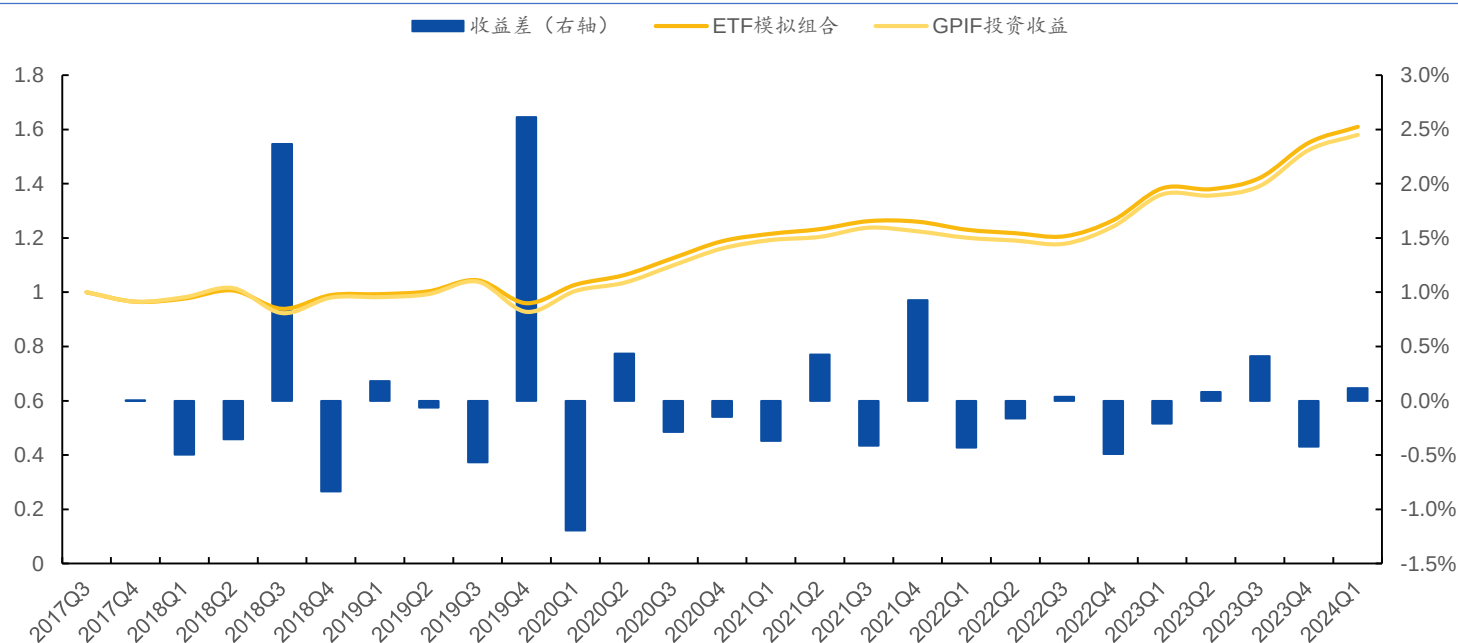


资料来源：GPIF, Nikko Asset Management, 国元证券研究所

3.GPIF模拟投资组合

- 由于国内债券ETF Nomura-BPI ETF(2510.T)成立于2017年12月，模拟组合回测时间区间设置为2017年Q4至2024年Q1，四类资产权重与政策投资组合相同，调仓频率与GPIF保持一致为季频调仓。
- 从投资组合表现来看，**ETF模拟投资组合回测区间累计收益为60.96%，年化收益7.6%，与GPIF的跟踪误差为1.69%，可以较好地复制并超越GPIF投资收益。**组合表明，即使在放弃短期择时的情况下，依靠全球资产配置进行风险分散，依然可以获得长期较高的投资回报。

图48：ETF模拟投资组合走势

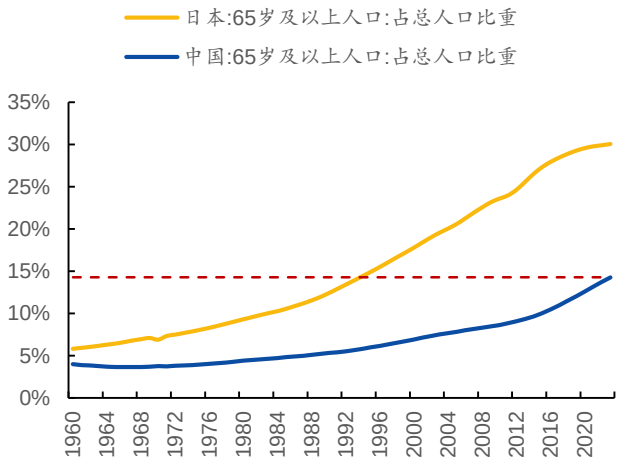


资料来源：GPIF，国元证券研究所

- 第一章 日本多层次养老金制度发展概况
- 第二章 日本多支柱下养老金资产的管理与投资
- 第三章 日本政府养老投资基金（GPIF）全貌
- 第四章 GPIF收益分析与模拟
- 第五章 核心结论

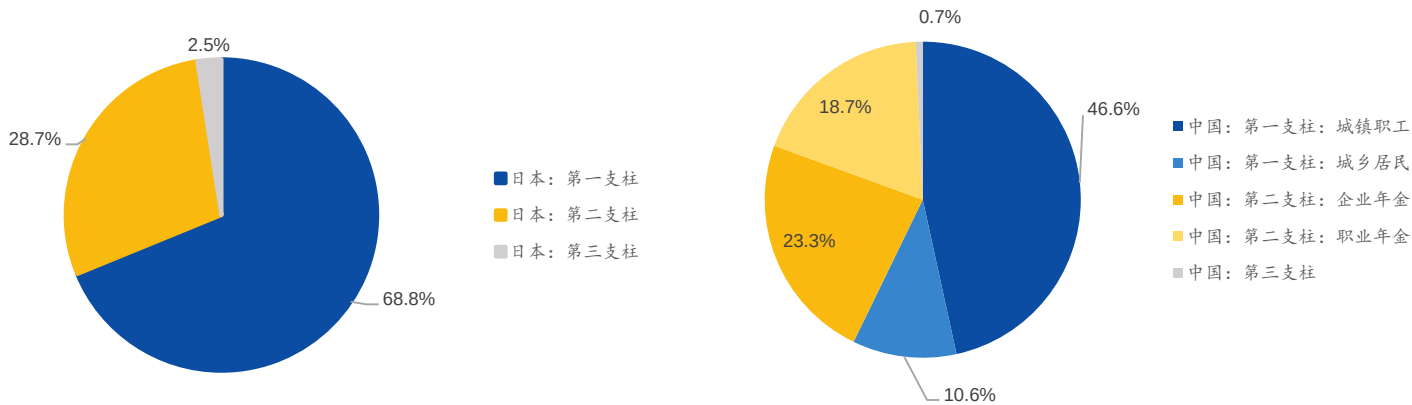
- 日本老龄化和少子化形势严峻，养老金替代率远低于55%警戒线，养老支付压力巨大。日本养老体系中，第一支柱是日本养老金体系主要支撑，具有现收现付、覆盖面广、强制性等特征；第二支柱包含多种雇主养老金计划，第三支柱的个人养老金计划近年来发展迅速，政府通过税收优惠鼓励个人储蓄和投资。第二支柱和第三支柱呈现出自愿缴存、覆盖较低但种类丰富的特点。
- 从65岁及以上人口占比来看，我国的老龄化程度与90年代初期的日本相当。我国养老金体系同样以第一支柱为主，但第三支柱规模仍然偏低，占比仅为0.7%。第一支柱方面，我国的基本养老保险分为城镇居民养老保险和城乡居民养老保险，截至2023年分别覆盖5.2亿和5.5亿人，投资规模分别为6.4万亿和1.5万亿，城乡居民养老保险人均规模较低。

图49：中日老龄化程度对比



资料来源：世界银行，国元证券研究所

图50：中日养老金三支柱规模占比



资料来源：Wind，厚生劳动省、GPIF、日本内阁府、中小企业退职金共济事业本部、企业年金信息门户、国民基金联合会、世界银行、人社部，国元证券研究所

注1：中国第一支柱不包含社保基金，第三支柱规模以万得个人养老金理财产品估算

注2：日本数据截至2023年3月，中国数据截至2023年末

- 日本政府养老投资基金（GPIF）负责公共养老金（第一支柱）储备金的市场化管理，是全球规模最大的公共养老投资基金。GPIF资金具有长钱长投的特点，当前年金支付压力小，流入端主要为投资收益，流出端占比极低。
- **投资理念：**GPIF着重于长期视角和分散投资，以政策投资组合的配置和收益为锚，严格把控战略资产配置偏离度。
- **投资风格和模式：**以被动投资和委外投资为主，风格稳健，被动投资占比多年稳定在80%左右。
- **资产配置：**逐渐降低国内债券的配置比例，由债多股少切换为股债平衡。近年来“出海”趋势明显，海外投资偏好北美和欧洲发达国家。
- **中资股投资：**腾讯、阿里巴巴分别在17年、19~20年进入GPIF前十大重仓股。前20大中资股多数为信息技术和可选消费，集中度较高。
- **收益紧跟市场基准：**收益与市场基准紧密贴合，近5年来每年的超额收益已收窄至±0.5%以内。受日本长期低利率环境影响，尽管GPIF中长期实际收益率满足投资目标，但与其他发达国家相比名义收益率偏低。
- **四类资产表现：**国内债券在四类资产中主动占比最高，主动投资部分贡献稳定超额；国外债券近5年整体超额较为稳定；国内外股票的投资表现波动较大，尤其在主动投资部分，国内股票展现出与贝塔强相关，国外股票主动投资获取超额能力较差。
- **超额收益来源分析：**超额收益主要由资产配置因子贡献。四类资产中，国外债券和国外股票的个基因子占比较高，但前者择券能力较强，近年来获取显著正超额；后者由于海外配置的难度较大，获取阿尔法仍然面临挑战。国内股票的超额主要受基准选择的影响，个基因子贡献较低，除了全市场宽基指数外，**ESG和碳中和主题**也备受青睐，风格方面则更偏好中大市值，成长价值较为均衡。

- **人口老龄化超预期风险：**日本人口老龄化情况严峻，若老龄化情况持续恶化，GPIF可能面临较大的资金支付压力和投资策略挑战。
- **地缘政治冲突风险：**巴以冲突、关键国家选举等地缘政治风险可能影响GPIF的全球投资布局，增加市场不确定性。
- **宏观经济波动风险：**经济增长放缓、利率和汇率波动可能影响GPIF的投资回报和资产配置，并对其可持续发展带来挑战。
- **政策变动风险：**GPIF可能面临投资限制调整、资金注入政策变化、养老金支付规则变动、税收政策变化、监管环境调整以及国际合作协议变动等情况，其合规成本、支付能力和资产配置可能受到影响。

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽 国际金融中心 A 座国元证券 邮编：230000	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 邮编：200135	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 天恒大厦 A 座 21 层国元证券 邮编：100027