

# 北欧养老金的中国市场配置

2019年9月10日

随着国内资本市场的逐步放开，海外的大型机构逐渐开始关注中国市场，其中不少已经开始试水，并有进一步参与国内资本市场的意愿。

北欧诸国被认为是全球范围内养老保障体系最为优良的国度，其养老基金行业非常发达，投资也拥有丰富经验。下文选取两个案例，分析他们在配置中国市场时的若干考量因素。

## 1. 丹麦养老金 Pædagogernes Pension(PBU)

**AuM: 91 亿欧元**

权益投资组合的 **6%+**配置于中国 A 股，以及房地产。

是一家早教从业者的养老基金，位于哥本哈根。

这家养老基金的权益投资组合中有超过 **6%**的资产投资于中国市场，包括港股。同时还拥有一个专门投资新兴亚洲的基金，以及好几个投资于中国的全球配置基金。这家养老金还通过基金直接投资于中国的房地产，主要种类是购物中心和住宅。

他们认为中国的资本市场开放是一个逐渐的过程，部分原因是受散户投资人影响较大的 A 股波动非常大。但是他们也认为中国的资本市场也在不断变化。亚洲新兴地区的全球 GDP 占比高，但其资本市场的规模却相对较小，这个偏差会随着时间逐渐消失，他们将致力于参与到这个变化之中。

在过去若干年里，他们的亚洲新兴市场基金主要投资于大盘股。最近，他们配置了一只亚洲小盘股基金，主要是为了捕捉更广阔的机会面以及聚焦区域转型升级的机会，他们认为这些机会大多来源于中产阶级的增长。他们寻找在未来几年时间人口结构和经济都在成长的区域进行投资。所以，关注的区域是整个亚洲新兴市场，而不仅仅只是中国。

在具体的投资执行上，他们希望能够找到拥有强大本土资源、了解当地资本市场运作的资产管理人。

使用当地的专家是他们降低风险的一种方式。他们认为，一直以来众多海外投资者对于投资中国的风险有一种误解，其实投资中国的风险和投资其他地区没有巨大的不同。他们认为，对于任何海外投资，都必须到当地去了解那里的人和 market，而他们通过无数次地造访中国以及优选本土合作资产管理人做到了这一点。

对于本土资产管理公司的合作需求正好解释了新兴市场的风险溢价。通过估值可以看到新兴市场的风险溢价仍然存在，当然对于一些中国公司来说估值相对便宜。作为一个长期投资者，这正是他们想要追求的风险溢价。

当投资中国时，这家丹麦养老基金非常看重这些合作伙伴在 ESG 问题上理解以及对被投资公司的了解。他们认为中国对于经济增长中的环境指标日益关注应该会带来更多投资机会。

## 2. 瑞典养老金 Andre AP-fonden(AP2)

**AuM:326 亿欧元**

**2%的资产配置于中国 A 股+政府债券+房地产。**

**总部位于哥德堡。**

这家瑞典养老基金在中国的投资以 A 股为主。去年获得了债券通资格并开始内部运作一个配置中国的投资组合。也与中国当地投资人展开合作投资于房地产市场。

配置 A 股的资产占组合总资产的 2%，看起来不多，但这已经占到了投资于新兴市场资产份额的 15%，这个比例已经相当可观。

第一次投资中国股市是在 2013 年，但他们从 2005 年就开始计划在中国投资，足见海外养老金在涉足新市场时的谨慎。

2007 年，AP2 的理事会对此做了分析并得出了五个结论。1) 中国经济增长非常快，而且还难以预见到高速增长结束；2) 经济正在经历向国内消费服务的结构转型，增加中国的仓位暴露有助于分享这一经济成果；3) 投资 A 股有有助于分散风险；4) 投资中国带来人民币的风险敞口是有利的，因为人民币正在走向国际化；5) 预期有资金流入中国。

但 2007 年的问题是，中国市场估值太高，所以理事会选择了等待。后来到了 2012 年，估值下降，这家丹麦养老基金申请了 QFII 资格。

他们认为，中美贸易紧张值得关注，但其影响的不仅仅是其在中国的投资。相似的，中国高企的债务也是一个全球普遍现象。除此之外，投资中国的理由和 2013 年没有太大变化。

在管理人选择上，其理事会比较大胆，决定寻找能够在这种弱有效市场赚取 alpha 的无基准 (benchmark-agnostic) 管理人。2015 年他们对相关的限定进行了松绑，并在当年赚取了惊人的 alpha。至今，他们从三个管理人处每年平均获得的 alpha 超过 100bps，但承担的风险却远小于大盘。

虽然他们也坚持在中国投资要选择有本土经验的投资管理人，但他们选择的机构仍是拥有外资背景的资产管理人，如：APS、Cephi、UBS。

目前，该基金的中国政府债券配置比例为1%，由其内部直接管理。在充分了解中国的债券市场和运行规则后，将不排除涉足其他风险更高的券种市场。

ESG 是投资中国时的关注点。当其选择投资管理人时，总是强调投资的可持续性。投资是通过专户进行，他们会建立自己的禁投池。2015 年，这家瑞典养老基金就排除了有煤炭业务的公司，无论是开采还是公用事业。他们在责任投资的问题上与投资经理紧密合作，要求这些管理人用 ESG 的标准做投资汇报。

### 3. 总结

这两家北欧养老基金在配置中国市场时有着较为相似的考量因素。简要总结起来有以下几点：

- 1) 广泛的资产配种种类。不仅关注 A 股市场，还涉足债市、房地产领域；
- 2) 经济基本面判断为基础，估值水平判断进入时间，看重 alpha 的获取；
- 3) 分散风险；
- 4) 选择有丰富本土经验的合作伙伴；
- 5) 非常看重 ESG 投资，有自己的禁投池。