

养老金投资动态（一）

法国 FRR 2023 年报点评：债增股减，收益高增

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
CHENXIAO397@pingan.com.cn

郝博韬 投资咨询资格编号
S1060521110001
HAOBOTAO973@pingan.com.cn

研究助理

石艺 一般证券从业资格编号
S1060122070019
SHIYI262@pingan.com.cn



事项：

7月5日，法国养老储备基金(FRR)发布2023年报，全年投资收益率为9.7%，最新资产规模212亿欧元。2023年，FRR配置多元化资产组合，其中，绩效资产组合投资收益率13.3%，保值资产组合投资收益率为6.4%。

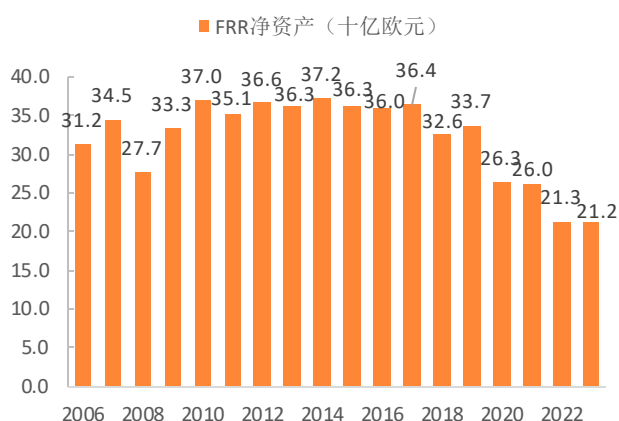
平安观点：

- **2023年FRR实现投资收益率9.7%，除去支付后，总资产规模略有下降。**2023年，全球经济逐步从疫情等负面因素中恢复，通胀水平大幅降低，FRR投资的各类资产均有较好的收益表现。全年实现投资收益金额20亿欧元，总投资收益率9.7%。但根据法国政府规定，2023年FRR仍需向法国社会保障债务管理基金(CADES)支出21亿欧元。截至2023年末，FRR资产规模为212亿欧元，较2022年略有下降。
- **从投资管理来看，FRR在2023年主要实施了三项重要决策：**第一，持续增持高收益公司债券，将绩效资产组合的权重从67.6%增至70.3%。随着基金支付压力逐渐减轻，保值组合覆盖负债的压力逐步减小，上述调整延续近年来绩效组合占比抬升的趋势，高收益公司债券2023年的良好表现也为基金整体收益率做出了重要贡献。第二，大幅减持套期保值股票。2022年，FRR增加期权覆盖的股票权重约11%，试图通过套期保值期权的对冲操作来应对市场风险。但这种操作在2022年并没有产生实质性正向作用，因此FRR在2023年对此纠偏，降低套期保值股票权重在10%以上。第三，增加对可持续投资的关注度。2023年，FRR在员工和治理研讨会上强调了可持续投资在资产管理中的重要性，认为创造可持续价值，为气候变化这一全球性问题做出贡献是基金存在的重要意义之一，并将公司碳排放情况纳入是否对其投资的考虑因素。
- **从投资收益来看，FRR各类资产均表现良好，绩效资产组合的投资收益率为13.3%，保值资产组合投资收益率为6.4%，总体收益率为9.7%。**具体来看，股票方面，2023年日元、美元、欧元区以及新兴国家股票收益率分别为30.3%、22.9%、19.2%以及6.1%；投资级公司债方面，2023年欧元债与美元债收益率分别为8.1%和4.8%；高收益公司债方面，2023年欧元债、美元债以及新兴国家债券收益率分别为11.3%、10.5%以及8.2%，整体表现优于投资级公司债。
- **总体而言，2023年，欧美市场股债双牛带来FRR投资收益的大幅度改善。**其资产配置当中，追求高收益的绩效资产组合占比持续提升，表明基金整体风险偏好在持续抬升；但结构上，FRR使用高收益债券替换部分套期保值股票，又体现出其对整体投资风险的把控。
- **风险提示：**1) 海外经济步入深度衰退，拖累全球经济与金融市场走势，影响FRR风险偏好。2) 人口老龄化情况超预期恶化，导致FRR向CADES支付资金的政策调整。3) 地缘政治冲突恶化，影响FRR总体投资策略。

一、FRR 资产概况：收益率高增，总资产略降

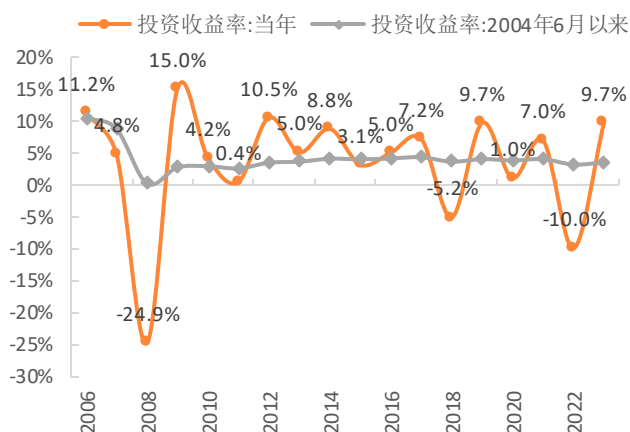
2023 年 FRR 投资收益率高增，但基金总资产略有下降。2023 年，全球经济逐步从新冠疫情、俄乌冲突等负面因素中缓慢复苏并展现出韧性，叠加通胀水平较 2022 年大幅降低，紧缩货币政策对投资收益的负面影响有所缓解，FRR 获得历史前五名的高投资收益率。根据 2023 年报，FRR 整体投资收益率为 9.7%，总投资收益金额 20 亿欧元。然而，由于法国政府规定 FRR 应在 2022-2024 年每年向 CADES 支出 21 亿欧元，2025 年至 2033 年每年向 CADES 支出 14.5 亿欧元；因此，收支相抵之后，FRR 资产总规模在 2023 年末未达到 212 亿欧元，较 2022 年底下降 1 亿欧元。从累计收益来看，FRR 自 2004 年 6 月成立至 2023 年末累计年化投资收益率为 3.6%，较 2022 年末上涨 0.3%，整体表现平稳。

图表1 FRR 净资产规模变化（2006-2023）



资料来源：FRR 历年年报，平安证券研究所

图表2 FRR 当年及累计年化投资收益率（2006-2023）



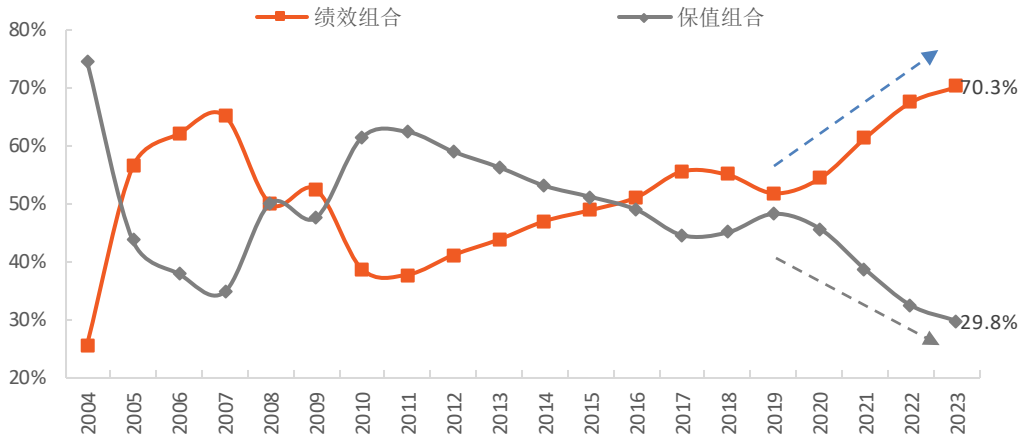
资料来源：FRR 历年年报，平安证券研究所

二、资产配置：债增股减，绩效组合占比抬升

FRR 当前采用“负债驱动型”的投资管理方法，将最优投资组合的资产按照不同风险收益特征分为两类：“保值组合 (Hedging Component)”和“绩效组合 (Performance Component)”，前者追求收益稳定、覆盖负债，主要投资于收益和风险均偏低的政府债券、投资级公司债券等流动性较好的资产；后者旨在积极投资、获取高收益，主要投资于高风险回报的资产，包括发达市场和新兴市场的股票、高收益公司债、新兴市场债券等。

从组合比例来看，2023 年 FRR 对绩效资产组合的关注度继续提升，对投资收益要求增高。自 2010 年 FRR 改革之后，绩效组合占比就整体呈现上升趋势，从 2011 年的 37.7% 升至 2023 年的 70.3%；而保值组合的占比则从 62.3% 逐步降至 29.8%。其中，归属于保值组合的投资级债券占比从 2016 年的 47.7% 降至 2023 年的 26.0%，占比下降近一倍。根据规定，自 2025 年起，FRR 只需每年向法国社会保障债务管理基金 (Caisse d'ortte de la Dette Sociale, CADES) 支付 14.5 亿欧元的资金。随着基金支付压力的逐渐减轻，保值组合覆盖负债的压力也在逐步减小，保值组合占比逐年下降，具体主要体现在减持投资级债券的操作上，FRR 整体呈现出对投资收益要求提高的特征。

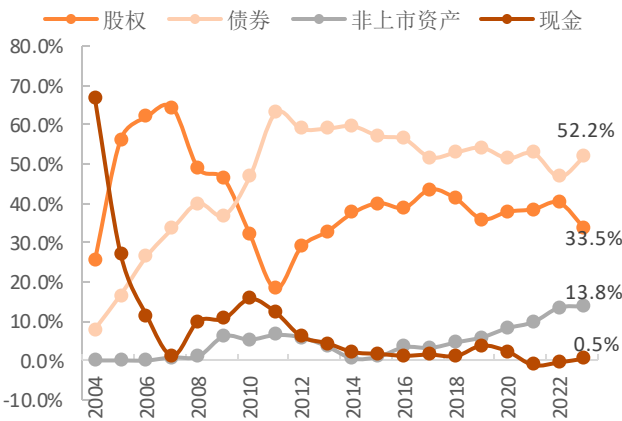
图表3 FRR 保值组合与绩效组合的配置比例 (2004-2023)



资料来源: FRR 历年年报, 平安证券研究所

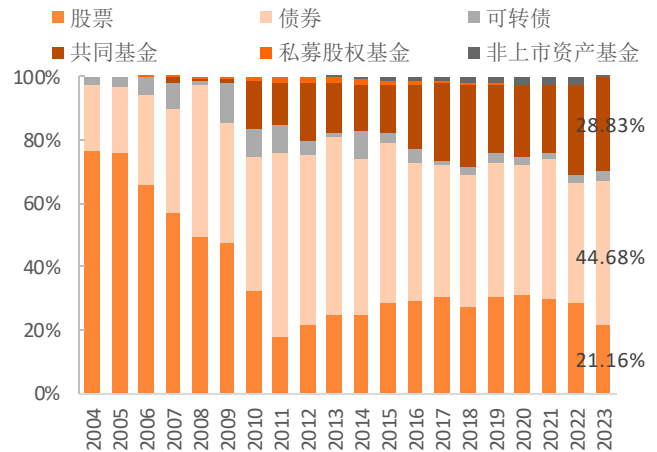
从资产配置比例来看, 2023 年 FRR 债券资产占比大幅提升, 股权资产占比降低。从大类资产类别来看, FRR 资产配置以股权、债券、另类资产 (非上市资产) 和现金四类为主, 其中股权和债券资产占比最高。截至 2023 年底, FRR 的股权、债券、另类资产和现金四类资产占比分别为 33.5%、52.2%、13.8% 和 0.5%。相较于此前, 2023 年 FRR 偏重于投资债券资产, 股权投资占比降低约 6%, 这部分资金被加投于债券资产。从金融工具类别来看, FRR 主要通过股票、债券和共同基金进行投资; 2023 年底, 上述三类工具占比分别为 21.2%、44.7% 和 28.8%, 三者总体占比超 90%, 可转债、私募股权基金和其他非上市资产基金占比较低。自 2020 年起, FRR 直接进行的股票投资占比已连续三年走低, 而债券投资占比则在 2022 年降低至 37.6%, 2023 年占比再度增加至 44.7%; 持有共同基金的比例则相对稳定, 在 28% 左右。

图表4 FRR 各类资产占比变化 (2004-2023)



资料来源: FRR 历年年报, 平安证券研究所

图表5 FRR 按金融工具划分的资产结构 (2004-2023)



资料来源: FRR 历年年报, 平安证券研究所

2023 年, FRR 对 2022 年没有实质性正向获益的操作进行及时纠偏, 增持中风险债券资产, 减持套期保值股票。一方面, 在降低保值组合比重的大背景下, 为了避免基金投资风险偏好过高, FRR 对绩效组合中各类资产投资比重进行调整, 以中风险债券资产 (高收益公司债券) 代替股权资产进行投资。具体来看, 与 2022 年相比, 2023 年 FRR 绩效资产组合中的高收益公司债券占比由 10.4% 跃升至 18.7%, 而股权资产占比则从 40.2% 降低为 33.5%, 减持幅度较大。另一方面, 降低套期保值期权的对冲作用。2022 年, FRR 增加套期保值股票权重约 11%, 试图通过套期保值期权的对冲操作, 及时应对市场

风险。然而，套期保值期权在 2022 年并没有产生实质性正向作用。因此，2023 年 FRR 将其套期保值股票的权重从 19.7% 降低到 9.4%。

图表6 FRR 历年各类资产配置比例 (%)

	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
股权	33.5%	40.2%	38.5%	37.9%	36.0%	41.2%	43.6%	38.9%
欧洲股权	10.6%	9.7%	19.6%	15.8%	13.5%	18.6%	23.0%	21.2%
非欧洲的发达市场股权	8.3%	6.3%	5.8%	5.6%	4.8%	10.3%	13.0%	13.4%
新兴市场股权	5.2%	4.5%	4.3%	4.3%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
对冲期权覆盖的发达市场股权	9.4%	19.7%	8.9%	12.3%	13.5%	12.3%	7.6%	4.3%
高收益公司债券	18.7%	10.4%	9.4%	4.5%	3.5%	1.8%	2.6%	3.2%
新兴市场债券	7.5%	6.8%	6.1%	6.1%	8.0%	7.4%	6.2%	5.6%
非上市资产，绩效份额	10.6%	10.2%	7.4%	6.0%	4.3%	4.6%	3.2%	3.4%
绩效资产合计（绩效组合）	70.3%	67.6%	61.4%	54.4%	51.8%	55.0%	55.6%	51.1%
非上市资产，质量份额	3.3%	3.3%	2.4%	2.3%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
投资级债券	26.0%	29.6%	37.4%	41.1%	42.8%	43.9%	43.0%	47.7%
负债匹配	8.4%	9.2%	9.7%	10.8%	12.9%	15.9%	17.3%	21.5%
发达市场主权债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投资级公司债	17.6%	20.4%	27.7%	30.3%	29.9%	28.0%	25.6%	26.2%
现金	0.5%	-0.5%	-1.2%	2.3%	3.8%	1.1%	1.5%	1.2%
投资级债券资产合计（保值组合）	29.8%	32.4%	38.6%	45.7%	48.2%	45.0%	44.5%	48.9%

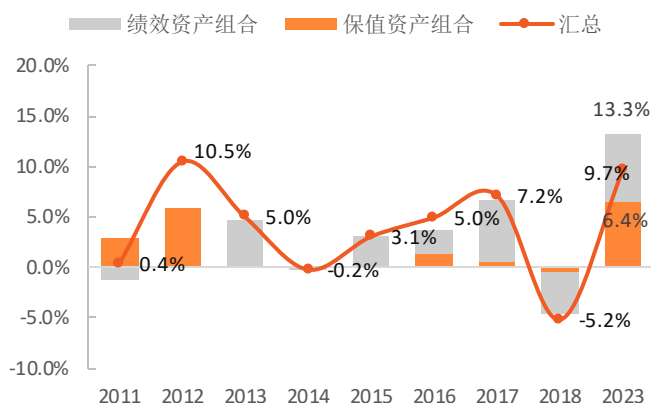
资料来源：FRR 历年年报，平安证券研究所

从可持续投资来看，2023 年 FRR 不断加大对气候变化的关注，将公司碳排放情况纳入是否对其投资的考虑因素。2023 年，FRR 在员工和治理研讨会上强调可持续投资在资产管理中的重要性，认为创造可持续价值，为气候变化这一全球性问题做出贡献是基金存在的重要意义之一。从具体操作看，2023 年 FRR 首次将气候变化情况纳入其宏观经济假设，从而调整各类资产配置比例，这一调整在一定程度上提升了 2023 年 FRR 的总体投资收益。根据《2023 年净零公司基准报告》，FRR 十分关注所投资公司对碳排放的重视程度，要求经理人将 NZAO 的《目标设定协议》纳入是否选择投资一家公司的考虑因素。在 FRR 投资的公司中，77% 的公司已设定了长期碳中和目标（2022 年为 75%），170 家公司与 TCFD（与气候有关的财务披露特别工作组）理念相符。

三、 投资收益：股债双牛，整体高增

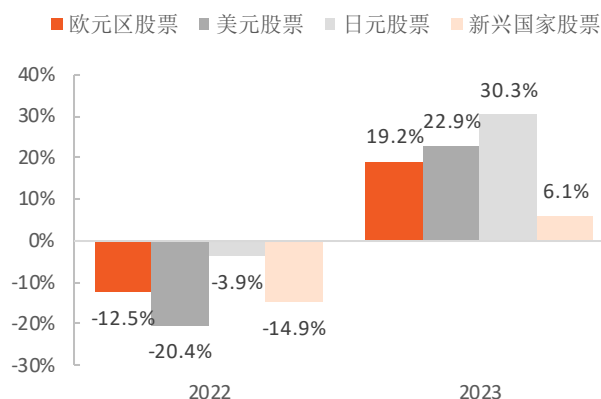
2023 年，FRR 实现总体收益率 9.7%，其中绩效资产组合投资收益率为 13.3%，保值资产组合投资收益率为 6.4%。与 2011-2018 年 FRR 披露的数据相比，2023 年绩效资产组合与保值资产投资收益率均为最高值，其中绩效资产组合表现尤为突出，比第二名的 2007 年高约 7%。绩效资产组合可主要分为股票资产、投资级公司债、高收益公司债以及非上市资产四部分，FRR 公布了前三部分资产的投资收益情况。受到全球高通胀情况好转影响，与 2022 年相比，2023 年 FRR 各类资产表现均有明显改善：其一，股票方面，2023 年日元股票表现最好，新兴国家股票收益较低，日元、美元、欧元区以及新兴国家股票收益率分别为 30.3%、22.9%、19.2% 以及 6.1%。其二，债券方面，2023 年高收益公司债表现整体优于投资级公司债，欧元区债市表现优于美元债市，新兴市场债券收益率较低。

图表7 绩效组合和保值组合投资收益率 (2011-2023)



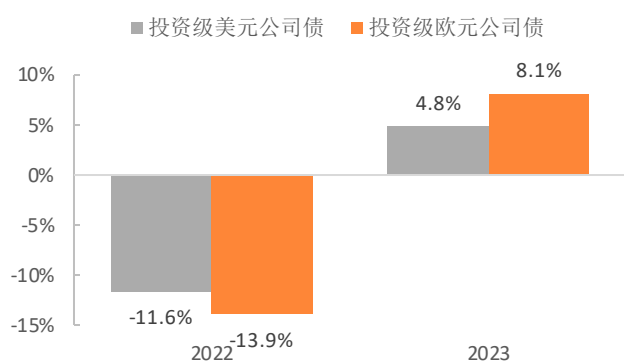
资料来源: FRR 历年年报, 平安证券研究所

图表8 FRR 各类股票投资收益率 (2022-2023)



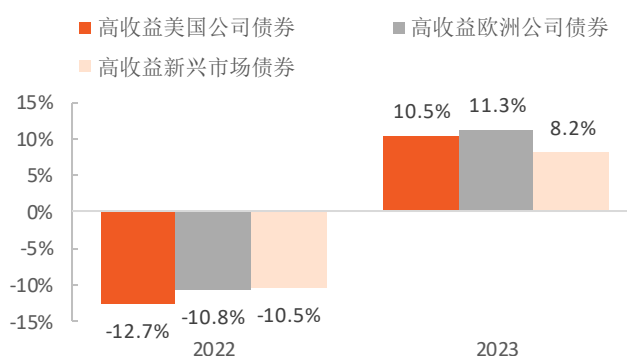
资料来源: FRR 历年年报, 平安证券研究所

图表9 FRR 投资级公司债投资收益率 (2022-2023)



资料来源: FRR 历年年报, 平安证券研究所

图表10 FRR 高收益公司债投资收益率 (2022-2023)



资料来源: FRR 历年年报, 平安证券研究所

四、 风险提示

- 宏观经济超预期下行。**若海外经济步入深度衰退, 或将拖累全球经济与金融市场走势, 影响 FRR 风险偏好。
- 人口老龄化情况超预期恶化。**老龄化情况持续恶化或将增加法国养老金支付压力, 进而导致 FRR 向法国社会保障债务管理基金 (CADES) 支付资金的政策有所调整。
- 地缘政治冲突恶化。**FRR 多投资于欧美日等海外市场, 与国际关系紧密相连, 俄乌冲突走向及其他地缘政治冲突的爆发, 将在一定程度上对 FRR 投资地域的选择造成影响, 进而间接影响 FRR 的总体投资策略。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层