平安证券

前瞻性产业

2025 年 3 月 3 日

养老金投资动态（三）

挪威 GPFG 2024 年报：规模稳健增长，收益低于基准

相关研究报告

前瞻性产业深度报告-养老金投资动态（一）法国 FRR 2023 年报点评：债增股减，收益高增，2024.7.8

前瞻性产业深度报告-养老金投资动态（二）日本 GPIF2023 年报点评：股票亮眼，收益高增，2024.10.17

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

石艺 投资咨询资格编号 S1060524070003 shiyi262@pingan.com.cn

事项：

2 月 25 日，挪威政府全球养老基金（GPFG）发布 2024 年报，显示 2024 年总资产增长了 3.99 万亿挪威克朗至 19.75 万亿挪威克朗，投资收益达到 2.51 万亿挪威克朗，投资回报率为 13.1%，较基准指数低 0.45 个百分点。

平安观点：

■ **投资概况：整体规模稳健增长，投资收益低于基准**

年报显示，截至 2024 年末，GPFG 资产规模达到 19.75 万亿挪威克朗，较 2023 年底增长了 3.99 万亿挪威克朗，同比增速为 25.3%，基金价值主要来源于资金流入、投资收益与汇率变动三大因素。大类资产配置方面，与往年相同，2024 年 GPFG 仍然围绕股债配比 7：3 的战略基准调整各类资产配置比重，股票、固定收益、未上市房地产、未上市可再生能源基础设施的占比分别为 71.4%、26.6%、1.8%、0.1%；其中股票占比连续两年提升，固定收益比重持续下降。投资管理策略方面，2024 年 GPFG 仍然采用内外部管理相结合的方式获取超额收益，股债外部管理比重均有所上升。

根据 GPFG2024 年报，全年投资收益为 2.51 万亿挪威克朗，投资收益率为 13.1%，1998 年至今的复合年化投资收益率为 6.3%。受到减持科技股，以及实体资产投资收益表现不佳影响，GPFG 在 2024 年相对基准指数的超额收益率为-0.45%。分资产类型来看，2024 年 GPFG 股票、固定收益、未上市房地产、未上市可再生能源基础设施投资收益率分别为 18.2%、1.3%、-0.6%、-9.8%，股票资产的高收益带动基金整体收益率稳定增长。

具体来看，股票投资方面，受本国货币贬值及科技股走势上扬影响，GPFG 股票整体收益率高增。债券投资方面，主要经济体债券收益率普遍上升，债券价格下跌，政府债表现不佳；经济增长预期相对乐观，信用利差有所收窄，企业债表现优于政府债。另类投资方面，纽约、巴黎等主要投资城市办公楼市场疲软，市场利率上升影响估值，导致另类投资表现不佳。

■ **投资展望：私募股权仍难获批，主动策略部门成立**

往后看，GPFG 投资管理操作的变化主要体现在四方面：其一，挪威财政部于 2024 年 4 月表示，对 GPFG 投资私募股权持负面态度，GPFG 短期内难以将私募股权投资纳入投资范围。其二，GPFG 自 2025 年 1 月 1 日起，将股票、实物资产部门合并为主动策略部门，旨在通过跨领域整合提升投资管理能力。其三，GPFG 于 2024 年 11 月向挪威财政部提出，建议剔除股票基准指数中的新兴市场小盘股。其四，GPFG 于 2024 年 12 月请求挪威财政部授权，剥离 32 亿挪威克朗在俄资产，转向投资其他市场。

■ **风险提示**

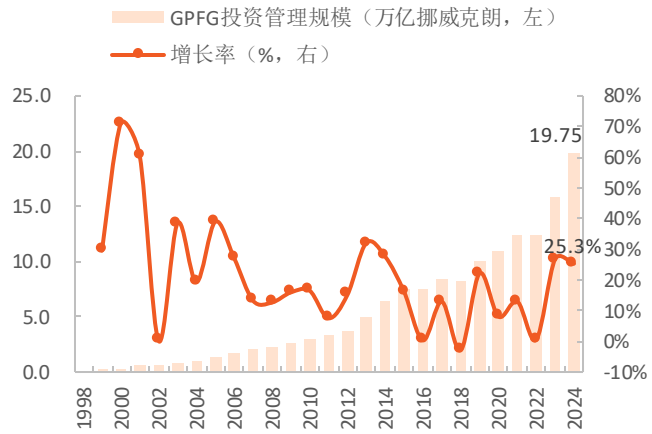
1）宏观经济超预期下行，或将影响 GPFG 投资收益。2）人口老龄化情况超预期恶化，进而影响 GPFG 投资风险偏好。3）地缘政治冲突恶化。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

一、 投资概况：整体规模稳健增长，投资收益低于基准

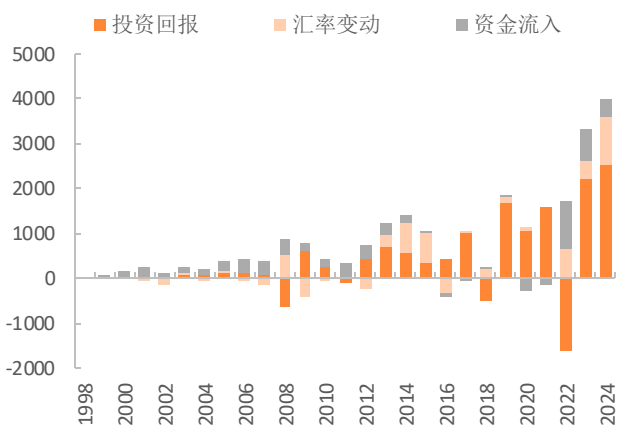
挪威政府全球养老基金（GPFG）2024 年资产规模持续增长，投资收益是 2024 年基金市值增长的主要贡献。2024 年全球经济逐步从新冠疫情、俄乌冲突等负面因素中缓慢复苏并展现出韧性，部分发达经济体通胀压力有所缓解，成为全球经济增长的重要引擎。从规模来看，根据 2024 年年报，截至 2024 年底，GPFG 整体规模达到 19.75 万亿挪威克朗，较 2023 年底增长了 3.99 万亿挪威克朗，同比增速为 25.3%。进一步拆解基金价值来源，资金流入、投资收益与汇率变动三大因素中，投资收益是 2024 年 GPFG 基金市值增长的主要贡献。具体看，2024 年 GPFG 的资金流入为 4020 亿挪威克朗，为挪威政府按月进行的资金注入，主要来源于挪威的石油收入，包括石油出口收入、石油相关税收以及国家石油公司的利润分配；投资收益为 2.51 万亿挪威克朗，主要来源于股票、固定收益、未上市房地产以及未上市可再生能源基础设施四类资产；汇率变动为 1.07 万亿挪威克朗，主要来源于挪威克朗对美元、欧元等其他主要货币的贬值。

图表1 GPFG 资产规模持续增长（2006-2024 年）



资料来源：GPFG 历年年报，平安证券研究所

图表2 GPFG 市值变动构成（十亿克朗）

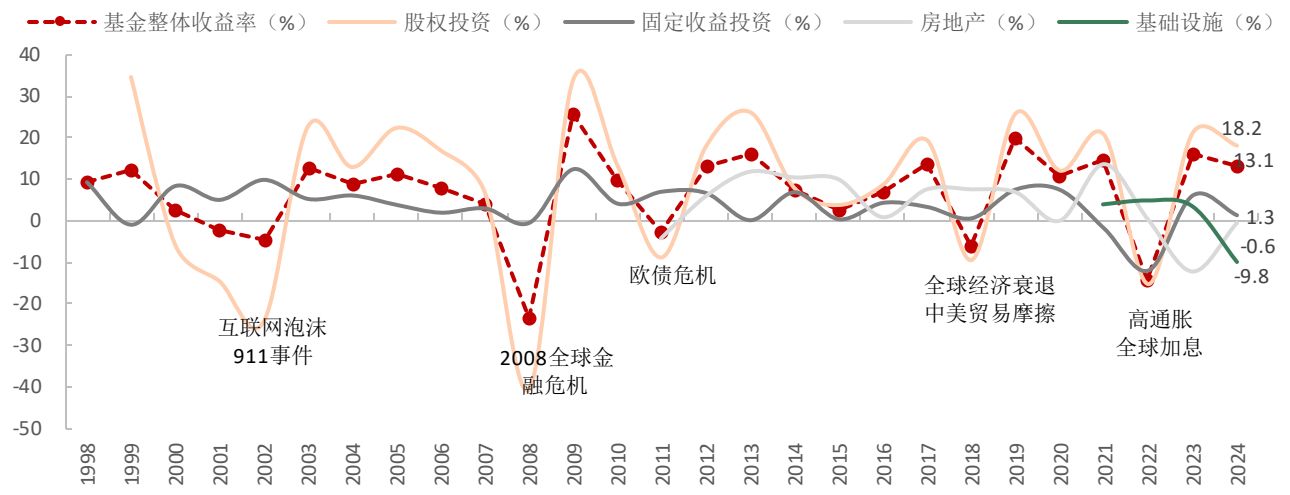


资料来源：NBIM，平安证券研究所

2024 年 GPFG 投资收益创历史新高，股票资产受益于美国科技股表现优异，但基金整体相对基准指数的超额收益率为负。2024 年，GPFG 投资收益 2.51 万亿挪威克朗，为基金自成立以来的最高值，当年投资收益率为 13.1%，1998 年至今的复合年化投资收益率为 6.3%。其中，股票资产收益率为 18.2%，显著高于固定收益和其他资产类别，对基金整体收益贡献显著，特别是美国科技股的高回报率，以及挪威克朗贬值带来的汇率变动推动了 GPFG 在全球股票市场的表现；固收资产收益率为 1.3%，基金通过利率互换和信用违约互换（CDS）等工具，有效管理了利率风险和信用风险，在债券收益率上升、债券价格下跌的大背景下，一定程度上降低了固定收益投资的波动性；未上市房地产以及未上市可再生能源基础设施投资收益率分别为-0.6%以及-9.8%，这一结果主要是受到房地产行业市场环境不佳、可再生能源项目估值未达到预期的影响。此外，由于 2024 年**基金对科技股进行了一定减持**，且房地产与基建等实体资产投资收益表现不佳，进一步拖累 GPFG 在 2024 年的超额收益：GPFG 在 2024 年相对基准指数的超额收益率仅有-0.45%，为连续两年低于基准。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表3 GPFG 历年整体投资收益率及各类资产投资收益率（1998-2024）



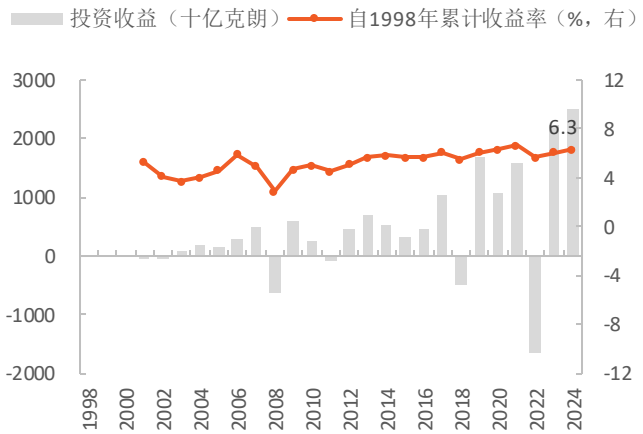
资料来源：NBIM，平安证券研究所

图表4 GPFG 基金对基准指数的超额回报率（%）



资料来源：GPFG 历年年报，平安证券研究所

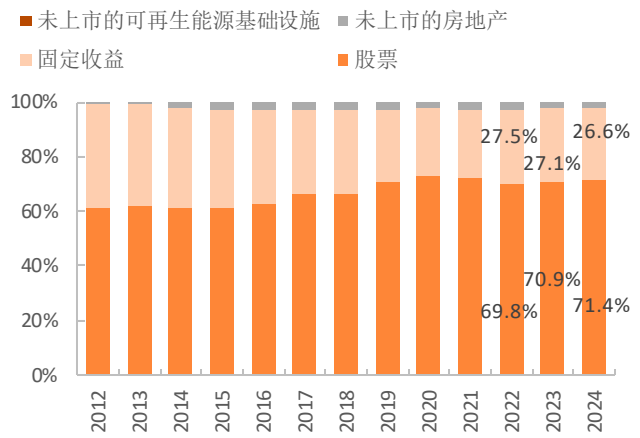
图表5 GPFG 历年投资收益与复合年化投资收益



资料来源：GPFG 历年年报，平安证券研究所

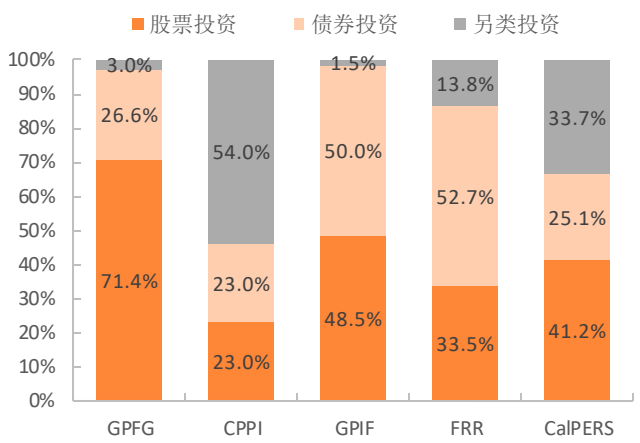
与往年相同，2024 年 GPFG 的大类资产配置仍然围绕基准指数略有调整，股票占比提升，固定收益比重下降。自 2012 年以来，GPFG 各类资产配置占比均受当年全球经济及金融市场波动的影响，在财政部《GPFG 授权管理》所规范的基准内围绕基准指数上下浮动。从资产占比上看，GPFG 股债投资比重约为 7：3，自 2017 年挪威财政部将 GPFG 基准指数中的股票资产占比由 60%提升至 70%，GPFG 股票资产占比始终在 70%±2%的范围内浮动。值得一提的是，由于 GPFG 基金并不承担养老金即期支付职能，属于储备型养老基金，因此其风险承担能力较强，GPFG 的股票投资占比显著高于加拿大养老基金（CPPIB）、日本政府养老投资基金（GPIF）、美国加州公共雇员养老基金（CalPERS）等其他主流养老金投资基金。从趋势上看，GPFG 股票投资占比近两年持续提升，自 2022 年 69.8%增长至 2024 年 71.4%，固定收益投资占比自 2022 年的 27.5%降至 2024 年 26.6%，这可能是由于过去两年 GPFG 重点投资的美国资本市场呈现股涨债跌的趋势，两类资产市值变动带来占比的自然变化。

图表6 GPFG 资产配置情况（%，2012-2024 年）



资料来源：GPFG 历年年报，平安证券研究所

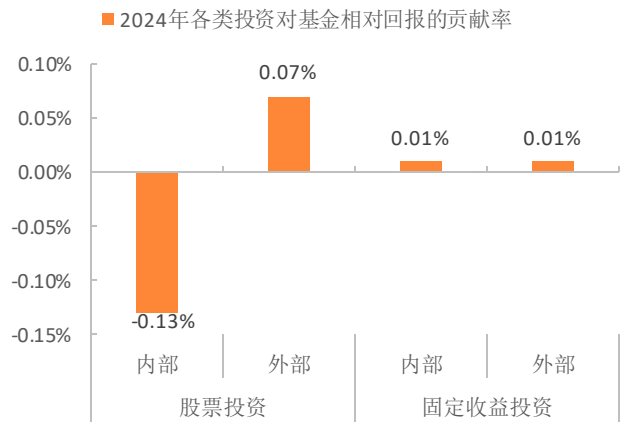
图表7 2023-2024 年主流养老基金大类资产配置情况



资料来源：全球主流养老基金最新年报，平安证券研究所

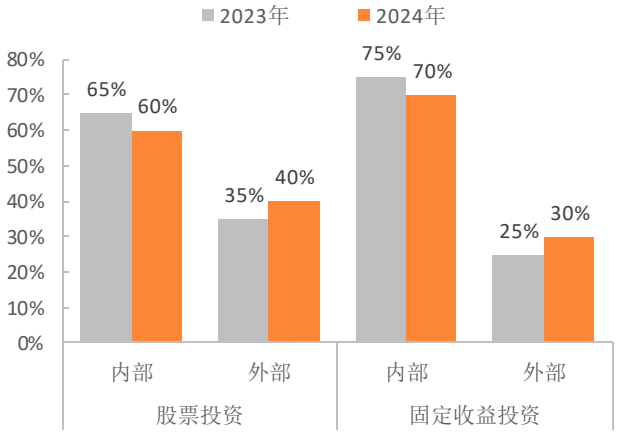
2024 年，GPFG 继续采用内外部管理相结合的方式获取超额收益，且外部管理的比重有所提升。GPFG 的内部管理由挪威银行投资管理公司（NBIM）负责，其核心任务是根据管理授权和投资策略，执行基金的日常投资管理；GPFG 的外部管理由多家外部管理人负责，其核心任务是通过专业化的投资管理，实现超额收益。从收益来看，根据 GPFG 年报，其 2024 年内外部管理的股票投资对基金相对收益的贡献分别为-0.13 以及 0.07 个百分点，GPFG 内外部管理的固定收益投资对基金相对收益的贡献均为 0.01 个百分点。从占比来看，根据报告中提到的内部与外部管理的相对贡献估算，GPFG 股票投资中内外部管理占比从 2023 年的 65%和 35%变为 2024 年的 60%和 40%，固定收益投资中内外部管理占比从 2023 年的 75%和 25%变为 70%和 30%，表明 GPFG 在股票、固定收益投资中均在一定程度上提升了外部管理占比。

图表8 GPFG 内外部管理对基金相对回报的贡献



资料来源：GPFG2024 年报，平安证券研究所

图表9 GPFG 内外部管理占比情况



资料来源：GPFG2023、2024 年报，平安证券研究所

对于股票投资，受本国货币贬值及科技股走势上扬影响，GPFG 股票整体收益率高增。从国别视角来看，2024 年 GPFG 在中国台湾、美国、中国、印度四个市场的股票投资收益率均超过 20%，法国是主要市场中唯一负收益的国家。除各国市场本身的涨幅之外，汇率变化推高收益率的另一重要因素：2024 年原油价格疲软冲击挪威经济、美国经济韧性导致美元指数偏强、中国出口竞争力提升等因素，共同造成挪威克朗对美元、人民币等多种主要货币大幅贬值（2024 年挪威克朗对美元和人民币分别贬值 12.3%和 9.0%），这抬升了以挪威克朗计价的投资收益率水平。从行业视角来看，科技、金融行业表现尤为突出，2024 年收益率分别达到 35.1%以及 27.8%。一方面，得益于人工智能和相关数字技术的快速发展，相关行业的 NVIDIA、Apple 和 Amazon 等大型科技公司是 GPFG 的主要投资对象，这些公司在 AI 芯片、云计算等领域的创新推动了其

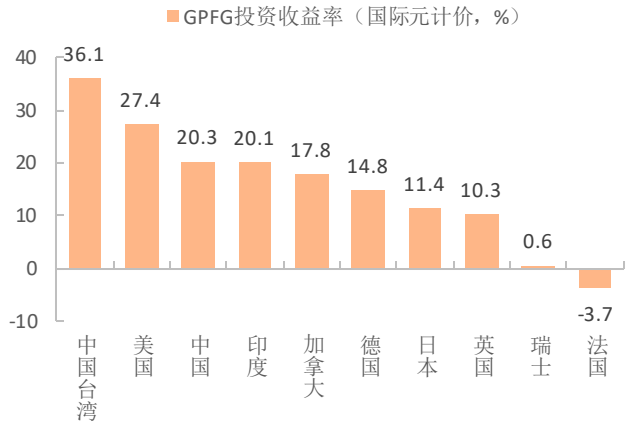
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

股价大幅上涨。另一方面，在资本市场活跃度提升的大背景下，经济复苏预期增强了市场对金融行业的信心，带动金融行业在股票市场表现较好。

对于固定收益，GPFG 投资的政府债、企业债走势分化。一方面，受到 2024 年主要经济体债券收益率普遍上升、带动债券价格下跌的影响，GPFG 的政府债、政府相关债券、通胀保护债券的投资收益率均为负。另一方面，2024 年 GPFG 配置占比较高的美国市场经济增长预期相对乐观，信用利差有所收窄，信用风险降低带动 GPFG 企业债表现优于政府债。

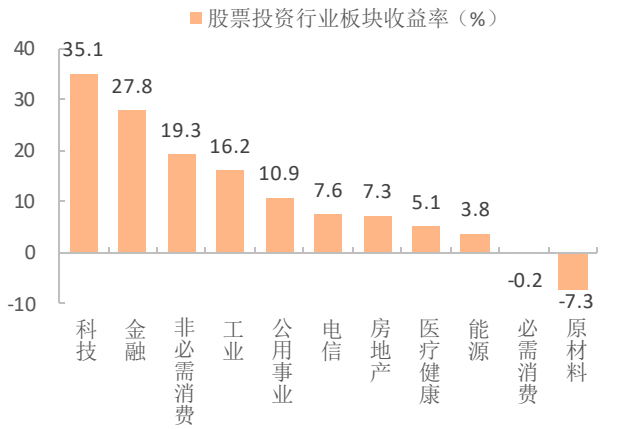
对于另类投资，地产和基建均受资产价值变动影响而表现不佳。GPFG 的未上市房地产、未上市可再生能源基础设施投资主要聚焦于少数城市。2024 年，纽约、巴黎等个别城市办公楼市场的疲软，以及市场利率上升带动项目融资成本增加，对项目吸引力及估值造成的负面影响，均是 2024 年 GPFG 另类投资表现不佳的重要原因。

图表10　2024 年 GPFG 股票投资收益率（国别，%）



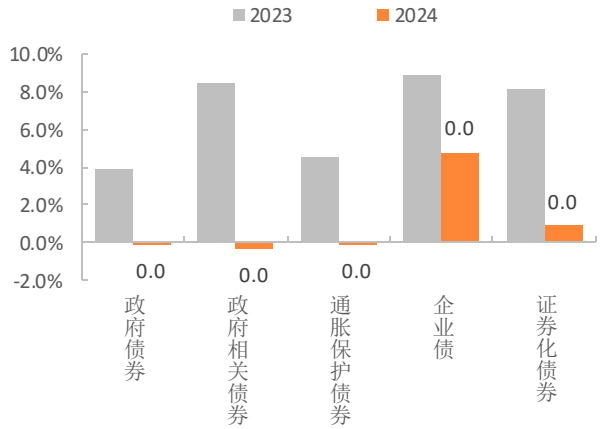
资料来源：GPFG2024 年报，平安证券研究所

图表11　2024 年 GPFG 股票投资收益率（行业，%）



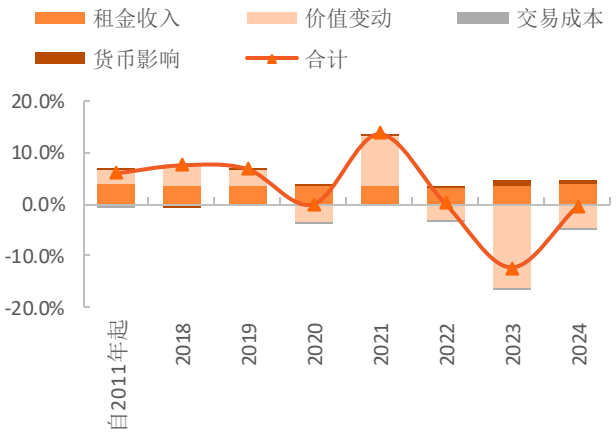
资料来源：GPFG2024 年报，平安证券研究所

图表12　近两年 GPFG 固定收益投资收益率（%）



资料来源：GPFG 历年年报，平安证券研究所

图表13　GPFG 未上市房地产投资收益率（%）



资料来源：GPFG 历年年报，平安证券研究所

二、 投资展望：私募股权仍难获批，主动策略部门成立

往后看，GPFG 在其官网及年报披露的投资管理操作变化将主要体现在四方面：一是短期内难以将私募股权投资纳入准投范围；二是将股票、实物资产部门合并为主动策略部门；三是或将剔除股票基准指数中的新兴市场小盘股；四是有望剥离在俄资产。

第一，由于政府持负面态度，GPFG 短期内难以将私募股权投资纳入投资范围。随着越来越多主流养老基金加大私募股权投资力度，GPFG 多次提出考虑将私募股权资产纳入投资范围。GPFG 认为，从实践经验看，大型养老基金投资私募股权已较为常见，如加拿大 CPPI、日本 GPIF 等主流养老基金均已开始进行私募股权投资。2022 年 12 月 8 日，NBIM 公布了《NBIM 2023-2025 年战略规划》，表示“目前正在关注其他的投资机会”，未来可能进一步提升基金投资组合的多样化程度，考虑将私募股权投资纳入GPFG 的投资范围。然而，2024 年 4 月，挪威财政部提出，由于私募股权投资费用较高、信息透明度较低，且 GPFG 作为挪威的主权财富基金，投资私募股权尚不存在广泛的政治共识，因此否定了 GPFG 投资私募股权的可操作性。受限于政府对此的负面态度，以及近两年基金投资未上市资产收益不佳，短期内 GPFG 参与私募股权投资的可能性较小。

第二，GPFG 将股票、实物资产部门合并为主动策略部门，通过跨领域整合提升投资管理能力。2024 年 11 月，GPFG 在官网发布《Fund integrates Real Assets and Equities units》，提出为提升投资灵活性和反应能力，应对日益复杂的市场环境，将于 2025 年 1 月 1 日起，整合其全球股票投资团队与实物资产团队，成立新的主动策略部门（Active Strategies）。这一调整旨在通过跨领域整合提升投资收益、投资管理效率与风险管理能力。随着股票与实物资产的联动性提升，在具体投资策略上，一方面，GPFG 或将更注重于行业分配与个股选择的主动管理，提升单一投资组合中涉及行业的广泛度；另一方面，将从事上市与非上市可再生能源基础设施投资的团队进行整合，有望进一步提升GPFG 投资能源领域的专业性。

第三，**GPFG 或将剔除股票基准指数中的新兴市场小盘股。**2025 年 1 月 8 日，GPFG 在致挪威财政部的信函中，提出了有关“剔除新兴市场小盘股公司”的提案，旨在减少基准中的公司数量，降低管理复杂性和相关成本。此前，GPFG 的股票基准指数主要基于富时全球全市值指数，新兴市场的小盘股公司约占富时指数公司数量的 22%，但市值不到 1%，主要来自于中国、印度及中国台湾地区。由于小公司的股票交易成本一般高于大公司，且关于小公司的资料更难获得，透明度较低，因此预计此次调整将简化基金管理并降低交易成本。若挪威财政部接受了 GPFG 的建议，则预计将有逾 850 只中概股被剔除出 GPFG 的全球股票基准，而中国市场在这一基准中的占比也将有所下降。值得注意的是，此调整仅针对基准指数，虽具备一定指引作用，但并未对实际投资组合进行强制要求，因此短期对实际投资组合资产配置及收益影响较为有限。

第四，GPFG 计划剥离 32 亿挪威克朗在俄资产，转向投资其他市场。GPFG 在 2024 年 12 月公布写给财政部的建议信，希望能够通过孤立交易的方式，剥离在俄资产。自 2022 年俄乌冲突爆发后，GPFG 的在俄资产一直处于冻结状态，涉及金额约 32 亿挪威克朗。2022 年 2 月，挪威财政部要求 GPFG 将俄罗斯剔除在投资范围之外，并给出了出售在俄资产的计划提案。然而，2022 年至今，挪威对俄制裁及俄罗斯当局采取的反制裁措施不断升级，GPFG 无法完成总体撤资。2024 年 12 月，GPFG 在其官网表示，由于制裁涉及到交易对手方，GPFG 没有全面出售俄罗斯证券的办法，仅能在出现特定机会时进行孤立交易。只有未来市场环境发生重大改变，GPFG 才可能执行更为普遍的撤资。因此，GPFG 请求挪威财政部授权，在适用的制裁规则允许的情况下，允许他们通过单独出售的办法完成部分撤资。

三、 风险提示

1. 宏观经济超预期下行。若全球或挪威经济步入深度衰退，或将拖累全球经济与金融市场走势，影响 GPFG 股票投资、固定收益投资及另类资产投资收益。

2. 人口老龄化情况超预期恶化。挪威人口老龄化现象严重且尚无改善迹象，老龄化程度持续加深或将增加挪威养老金支付压力，进而影响 GPFG 的投资风险偏好。

3. 地缘政治冲突恶化。GPFG 多投资于海外市场，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 GPFG 投资地域的选择造成影响，进而间接影响 GPFG 的总体投资策略。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

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 ± 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 ± 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：

此报告旨为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 2025 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	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120	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 邮编：100033