



大会

Distr.: General
21 September 2010
Chinese
Original: English

第六十五届会议

第五委员会

议程项目 137

联合国养恤金制度

联合国合办工作人员养恤基金的投资以及为进一步分散投资而采取的措施

秘书长的报告

一. 引言

1. 联合国秘书长接受信托，在与投资委员会协商并考虑到联合国合办工作人员养恤金联合委员会和大会的意见和大政方针的情况下，负责联合国合办工作人员养恤基金的资产投资管理。投资委员会就投资策略向秘书长提供咨询意见，并在其季度会议上审查基金的投资情况。主管中央支助事务助理秘书长被指定担任负责养恤基金投资事务的秘书长代表，代表秘书长负责监督养恤基金资产的投资情况。投资管理司工作人员协助秘书长代表工作。各项投资在初步审查时，必须符合安全性、赢利性、流动性和可兑换性的标准。

2. 本报告阐述 2008 年 4 月 1 日至 2010 年 3 月 31 日期间基金的投资管理情况，以及基金的投资收益、分散投资和发展方面投资等情况。

二. 两年期间的变化

3. 在 2010 年 3 月 31 日终了两年期间，爆发了大萧条以来最为深刻、同步程度最高的经济紧缩，金融市场遭到巨大冲击。2008 年 9 月，莱曼公司宣告破产，成为历史上最大的破产案件，全球借贷方对任何交易方都不敢信任。经济危机对借贷条件产生深远影响，制约了国家和公司的融资能力。要求国际货币基金组织提



供援助的国家达到创纪录水平，各中央银行采取各种干预措施对遭受重创的金融机构加以扶持。各国政府采取的应急措施本身又使人们对不公平的扶持机制感到关切，例如，政府的担保保证金吸引着金融系统其他方面的资金。

4. 全球股市在 2009 年 3 月跌入周期谷底后开始反弹，世界各国同时感到如释重负。市场从大萧条以来最为深刻、同步程度最高的经济紧缩中重新找到了方向，风险胃纳得到改善，金融业中一些最脆弱的部门、房地产公司、低质股票、甚至垃圾债券都展示出优异表现。投资管理司在金融危机期间大量减持股票，并根据投资委员会的建议在 2009 年 2 月至 2010 年 3 月期间增持股票 20 亿美元。由于市值上升，投资组合中的股票权重从 2009 年 3 月 31 日的 51.9%，上升到了 2010 年 3 月 31 日的 65.6%。

5. 养恤基金 2008、2009 和 2010 年三个财政年度的终了结余分别为 406 亿美元、290 亿美元和 383 亿美元，显示谨慎选股、分散全球投资和战术性重新调整已见成效。投资管理司把握市场的积极趋势，并努力加强投资的基础设施，降低交易成本。

6. 在 2009 年 12 月 31 日终了两年期间，基金获得净收益 4.12 亿美元。由于市场空前动荡，截至 2009 年底养恤基金未实现收益 62.23 亿美元，实现收益 31.52 亿美元。基金还在旨在改善组合总体质量的交易活动中实现亏损毛额 27.41 亿美元。这些亏损主要来自劣质股票的处理。

7. 养恤基金过去 3 年、5 年、7 年和 10 年的长期业绩超出 60/31 的基准。长期而言，基金今后将通过积极管理，以有效的选股和资产的定期调整来保持基金的长期投资目标，努力超越政策基准。投资管理司将继续根据适合长期投资愿景的配置目标重点调整风险和收益预期。

8. 全球股票市场复苏显示出极不平衡的重要特征。发达国家在全球债券市场上拥有更大准入，更多地依靠债务，而不是市场本身的健康。在经济良好的时期，金融杠杆能够增加资本收益，但在萧条时期，债务负担却会成为制约因素。发达国家市场的去杠杆化过程将会再持续数年，而小型公司获取资金的机会可能更少，对公司业绩和经济增长形成阻碍。幸运的是，2007 年以来，投资管理司强调在金融杠杆和管理保护力度最大的市场进行投资。资产负债结构合理的国家和公司的恢复速度较快。养恤基金从 2007 年开始对金融杠杆和信贷风险进行跟踪，对基金的业绩作出了贡献。

9. 在这一股市激烈震荡时期，投资管理司始终强调建设养恤基金的基础设施，以保护本金，支持改善投资决策。不论市场如何发展，永远可以对经纪、保管和咨询服务等一些成本加以控制。并且，利用风险管理和分析工具协助决策，能够改善基金的长期业绩。为实现这些目标，基金开展了次数空前的竞争性采购工作，

以采购和执行交易订单管理系统、风险管理软件、经纪服务、交易执行分析、投资咨询服务、组合会计、保管和独立总账管理服务软件系统。

10. 2010年1月，投资管理司启用电子交易订单管理系统，并将其纳入环球银行间金融电信协会有安全保障的金融通信系统，后一系统在养恤金联委会上次会议上投入使用。养恤基金通过对系统的改进建设了新的基础设施，今后数年将带来降低成本、提高资金转账安全性等效益。

11. 基础设施的改进使基金达到了行业最高标准，作为客户的安全性得到提高。交易订单管理系统具有所要求的双重控制，交易对方无需担心传真机接收的订单会过期、重复或是欺诈。一人无法执行交易，从而避免了“无赖交易”的风险。交易前合规功能已融入系统，确保投资订单经审核符合投资政策后再传给经纪人。

12. 投资管理司交易订单管理系统顺利投入使用，淘汰了目前的传真下单程序，提高了安全性和执行能力，并将取得最佳执行效果。从2010年1月8日首次交易以来，股票、固定收入、外汇和现金的安全交易先后并入新系统。2010年5月30日至2010年8月31日，通过新的“查尔斯河”系统执行的交易价值已经超过37.4亿美元。

13. 交易订单自动管理系统不仅提高了下单的安全性，而且能够报告每项交易的各个步骤，为审计跟踪创造了更好的条件。透明的审计跟踪不仅能够确认交易经过适当的审批程序并确认审批人，还带来了其他效益。目前，投资管理司可以了解到经纪公司收到股票购买订单的时间，并可确认经纪公司是否按照公平的价格执行交易。该司现在可以获得交易执行数据，能够根据准确的市场价格数据对执行质量进行量化，并对经纪服务进行评分。据估计，执行工作的改进将使基金每年增加收益1至2亿美元。该司打算每年对经纪服务进行交易执行情况分析，以保证养恤基金得到合理的价格。

14. 投资管理司认为，在金融服务业开展业务存在名誉风险，因此不仅满足联合国财务披露方案的要求，而且开始执行个人安全及馈赠招待政策，以便确认该司致力于在道德操守、良好管理和廉洁方面达到最高标准。执行个人安全政策的依据是，联合国财务披露方案仅提供单一时间点评估，不能提供根据基金投资行动对投资管理司人员的个人交易活动进行监测所需的持续监督。采用经修订的政策，能够按照国际最佳做法防止在基金现在或即将持有的股票的买卖中出现欺诈或操纵行为。

15. 一段时间以来，成员组织一致认为，养恤基金应保持强大的内部管理结构，仅将投资管理司无法雇用所需专门人员、委任范围较小的投资进行外包，如小额贷款公司、房地产和私募股权投资基金等。投管司当时注意到，为了寻找适当的投资

机会，对提供的众多股票加以区分，对风险进行安全管理，该司人员应该拥有与其他投资组织中竞争对手相同的工具。

16. 现代风险管理是投资管理司缺乏的最重要的交易工具之一。为此，投资管理司在采购司的协助下，发出了风险管理软件招标书。在进行了广泛的尽职调查后，投资管理司选择“RiskMetrics”作为基金的风险分析和业绩衡量工具。“RiskMetrics”是投资组合风险分析、业绩和组合优化软件的主要供应商，支持投资管理司所管基金分散投资各类资产和货币。业绩归因单元能够制作组合业绩归因表，包括对货币因素进行分析，并将总体业绩按各个收益组成进行分类。组合优化单元能够使投资干事对组合进行优化处理，以便获得经过风险调整的最佳收益。此外，“RiskMetrics”可以用各种潜在的经济冲击(信用利差扩大、利率提高、油价冲击、恐怖袭击等)对投资组合进行压力测试。2010年5月，秘书长代表和投资管理司司长与“RiskMetrics”公司签署了合同。

17. 自从养恤基金成立以来，投资管理司一直采用目前的非全权投资咨询单元。“Mercer, Deloitte 和 Trocillo”公司进行的外部研究显示，目前的咨询框架已经过时。由于提供非全权咨询业务日渐式微并已相当罕见，因此存在固有的利益冲突余地。投资管理司建议采用新的框架，把目前广泛的咨询服务分为新的、更加具体的类别，并消除现有的重叠。2009年7月，投资委员会审查了经过增强的框架。新框架将把重点咨询服务分为战略咨询、研究供应商和投资平台等三个类别。采购司正在对战略咨询、股票和全球宏观/部门研究供应商和股票分析软件进行公开招标。

18. 为进一步改善投资管理司的招标书，投资委员会认为应纳入领导基金，以便从行业高端人才获得有关资产的战略和战术配置的实时并能带来实际效益的金融咨询。领导基金的候选组织，应在管理方面具有长期性、优异性和独立性，拥有强大的投资管理团队结构和决策进程，以及优越的客户基础，包括养恤基金和主权财富基金。该司将在全权投资咨询服务的基础上，在避免潜在利益冲突的同时获得顾问更加有效和及时的咨询。该司还将在建立包括替代资产顾问在内的更广泛的资源后，对实际执行进行审查，采购司也正在为此进行公开招标。

19. 为加强投资管理过程，投资管理司已经采用一个连续系统，对每项投资交易的理由和需监测的重大风险因素进行记录。对组合中的各项投资，将定期审查投资理由，以确保酌情获利回吐或在必要时强制执行销售纪律。投资理由文件将与“查尔斯河”交易订单管理系统中的每项投资进行电子链接。

20. 投资管理司正在不断寻找进一步分散投资的机会，以加强养恤基金的风险收益。该司聘用了一名替代性投资高级投资干事，并已经与私人实际资产顾问签订合同，以便就基础设施基金、农地和林地等事项提供指导。2010年6月30日，该司还与国际金融公司资产管理公司管理的非洲、拉美和加勒比基金签订了合

同。投资委员会于 2010 年 5 月 10 日召开会议，对这种做法表示赞成。私人直接投资基金和对冲基金非全权投资顾问的招标书已经发出，技术评估即将完成。

21. 2008 年 12 月，经过公开招标，授予日兴资产管理公司一份新的五年合同，担任养恤基金全球资产配置和亚洲股票的非全权投资顾问。国际信托公司和法国国家巴黎银行/帕里巴斯银行集团的非全权投资咨询合同延长到 2010 年 12 月 31 日。这些顾问公司负责养恤基金的主要投资领域，包括全球资产配置、全球固定收益组合、北美、欧洲发达和新兴经济体、拉美、中东和非洲股票组合等。鉴于缺乏内部资源以及顾问对基金的重要性，投资管理司优先选聘固定收益投资顾问。目前，投资管理司正在采购司和法律事务厅的协助下与供应商商定合同。

22. 2009 年 12 月 1 日，授予养恤基金的美利坚合众国小额账户管理公司“Fisher Investments”一份新合同，2010 年 1 月 4 日授予“Eagle”资产管理公司一份新合同。在 2009 年 10 月 19 日投资委员会会议后，投资管理司根据与秘书长代表的商定，增加了对这一资产类别的配置。截至 2010 年 3 月 31 日，两个外部管理公司对美国组合投资 7.41 亿美元，约占整个美国组合的 7%，而 2009 年 8 月 31 日为 4.6%(4.42 亿美元)。投资委员会的建议是 8%正负两个百分点。除原本持有的净资产外，投资管理司与这些管理公司分别增加投资 5 500 万美元(Eagle 公司)和 9 500 万美元(Fisher 公司)，其数额与各自的过渡期相适应。截至 3 月底，又与 Fisher 公司增加投资 7 500 万美元。这样，目前这些管理公司之间的配置大约为 Eagle 公司 35%(小额“核心”股)和 Fisher 公司 65%(小额“价值”股)。今后，投资管理司应确保小额成长管理公司，以便在各种小额资产中取得平衡；组合中应加入成长型管理公司。投资管理司将继续与采购司合作，利用独立咨询人的服务，按照行业最佳做法精简专门基金管理公司的聘用进程。

23. 2008 年 10 月 17 日，又授予养恤基金的欧洲小额账户管理公司“Baillie Gifford”一份新的五年合同。授予“Dimensional Europe”公司欧洲小额账户第二个合同的批准书已经收到。鉴于市场环境，基金决定不增加对欧洲小额公司的配股，并且没有着手向“Dimensional Europe”公司授予合同。同样，与日本小额账户的新管理公司签订了合同，从 2010 年 8 月 1 日起生效。

24. 投资管理司在采购司的协助下，目前正在进行养恤基金股票经纪服务的首次公开招标。发出招标书是为了按照长期建议，对投资管理司与正式法律协定中的经纪人的关系进行记录，以满足《联合国财务条例和细则》的规定。通过对股票经纪服务进行招标，投资管理司将有机会审查和改善经纪人的遴选和评估进程，提高各项程序的效率，加强公正性并提高透明度。在采购司进行财务评估之后，投资管理司将得到更具竞争力的费用表，并将降低该司的交易执行费用。

25. 委员会于 2006 年 7 月批准北美股票组合指数化，但由于 2007 年 8 月爆发信贷危机，指数化工作和大会 2006 年 12 月批准的执行行政费用推迟执行。投资管

理司始终把保护本金作为工作重点。只要目前的金融危机继续存在，就必须避免最脆弱的市场部门；经过积极的管理，这一目标已经实现。

26. 基金可以通过指数化对资产进行灵活管理，特别是对资产配置进行微调。由于可通过指数化对整个金融市场的收益进行估计，因此在上行期加以使用最为有利。为此，2009年1月投资管理司对潜在的调整工具进行审查，并在2009年2月9日会议上提交投资委员会。各种指数基金、股指期货和篮子办法，可迅速有效地增加组合中共同股票的比例。该司认为，标准指数基金可能不符合基金禁止烟草和国防投资的政策。虽然股指期货符合成本效益并且高效，但必要的基础设施，包括环球银行间金融电信协会和交易订单管理系统，却是前提条件。在建立必要的安全基础设施过程中，该司建议采用篮子方法增加股票加权。2008年，投资委员会对这项建议表示赞成，但敦促该司建立必要的信息技术基础设施。2010年，该司将在加强基础设施后使用调整工具，以更加精简的方法调整养恤基金的战术资产配置。

三. 经济回顾

27. 2010年9月20日，国家经济研究局“正式”宣布美国的此次衰退期结束，以上数据也明确显示，经济复苏已经站稳脚跟。国家经济研究局表示，鉴于经济放缓是从2007年第四季度开始的，这次“大衰退”是有史以来持续时间最长的衰退期之一。尽管如此，根据经济分析局数据衡量的美国公司利润实际上在2008年第四季度触底(按年度化计算，与上一年同期相比下降25%)。一年后，到2009年第四季度，利润率反弹至31%，接近历史最高点。这一快速恢复的原因可能是公司和私营部门在发生经济放缓之前早就大力实施成本控制。所以，尽管非财务性公司收益、现金流和资产负债表以相对强势摆脱了衰退，就业和生产却受到经济放缓的重创。由于活动水平降低、终端市场需求受到限制和产能过剩，以消费和生产价格指数(劳工部)衡量的核心通货膨胀走势仍然相对受到抑制。但是，受全球需求因素以及与特定商品有关的供需因素影响的选定商品价格属于例外。

28. 加拿大经济也从2009年的周期谷底急剧回升。2010年3月，根据通货膨胀调整后的加拿大实际国内生产总值(GDP)增长0.6%(根据加拿大统计局的资料)，相比之下，2008年12月处于周期低谷时，国内生产总值增幅为-0.9%。与上一年同期相比，2010年3月国内生产总值增长了3.1%，而2009年7月的国内生产总值增幅为-4.1%。2010年第一季度预示，根据通货膨胀调整后的国内生产总值(按年度化计算)将增长6.1%，这是自2000年9月以来最高的经济增长速度。在最近的经济衰退低谷时，按年增长率计算，加拿大经济收缩了近7%(2009年3月)。凭借平稳的国内制造业产出、回升的消费支出、均衡的住房市场以及强大的金融(银行)部门，加拿大经济在全球处于一个相对强劲的地位。另外，全球商品价格回升也有助于加拿大经济，因为该国生产和出口的产品中很大部分与资源有关。

虽然失业率仍处于历史高位(2010年3月的数据显示为8.2%),但2009年8月8.7%的失业率可能已经达到了这个周期的最高水平。

29. 这一衰退期带来的最显著后果与全球金融业改造有关。这一问题之所以引人注目,是因为近期的衰退对实体经济产生了广泛影响,目前仍在通过全球金融体系缓冲同各金融实体的流动性和偿付能力有关的系统性“冲击”。财政和货币主管部门采取了前所未有的积极步骤,连同政府各机构实施的政策措施,勉强帮助金融系统走出2008-2009年金融危机带来的压力。现在还无法充分认识到这些举动产生的影响,因为金融部门与全球经济之间复杂的相互作用仍在继续发展变化。这仍然是一个“进展中的工作”,需要密切和谨慎监测,因为继续存在的风险可能会干扰当前的全球经济复苏。

30. 由于商品价格、特别是石油价格不断上涨,在2009年3月31日终了的财政年度初期,人们对不断攀升的通货膨胀率感到关切。此外,还存在欧洲经济增长放缓的迹象,消费者和企业信心也在下降。到2008年6月,通货膨胀率达到4%,突破了2%的上限。欧洲中央银行由于非常担心通货膨胀,将利率提高了25个基点。2008年第三季度开始时,欧元区经济近10年来首次收缩,欧洲的经济前景变得黯淡。此外,随着本已脆弱的金融体系中雷曼兄弟公司的破产,全球对金融体系的信心崩溃。在欧洲,这导致一些银行被国有化。各国必须为银行提供主权贷款担保,以便逐步建立对银行体系的信心。信贷市场冻结的严重程度和持续时间,连同全球需求放缓,导致欧洲在年中进入经济衰退。作为应对,欧洲各国各自采取经济刺激计划,数额相当于2008年至2010年期间国内生产总值的1.5%至4.4%不等。由于各公司都注重降低成本及保留现金,工作保障问题也给消费者造成压力,但在社会安全网较强的国家里,这种压力相对较小。2008年第四季度,欧元区失业率达到8.5%,大不列颠及北爱尔兰联合王国失业率达到6.5%。随着通货膨胀威胁减弱以及增长预期下调,英格兰银行和欧洲中央银行分别降低利率以刺激借贷和商业活动。2009年3月,欧洲中央银行和英格兰银行各自将利率下调至1.5%和0.5%的低水平。在本财政年度,欧元兑美元的汇率从1.58美元降至1.32美元,下跌16.3%,英镑兑美元的汇率从1.98美元降至1.43美元,下跌28.0%。

31. 很大程度上由于得到政府经济刺激计划和宽松货币政策的支持,2010年3月终了财政年度成为摆脱金融危机、逐步实现经济复苏的一年。在该财政年度上半年,伴随经济数据改善和信贷条件放宽,欧洲经济出现触底迹象。由于信贷机会增多、加速落实公共支出以及温和的通货膨胀,消费者信心增强,投资者也更为乐观。不过,失业率持续上升,潜在需求增长疲弱。到2009年8月,欧元区和联合王国的失业率分别攀升至9.6%和7.9%,达到十年中的最高水平。在此期间,欧洲中央银行将其主要贷款利率降至1%,而英格兰银行则将其银行利率维持在0.5%。此外,两个银行还实施了特殊的资产收购方案,以进一步为市场提供流

动性。到该财政年度上半年结束时，由于政府的经济刺激和政策，欧洲大多数经济体已走出衰退。复苏的态势延续到该财政年度的下半年，一些经济指标甚至超过雷曼兄弟公司倒闭前的水平。尽管存在好转趋势，但由于补充存货和经济刺激计划的影响仍在对经济产生作用，经济复苏是否能够持续仍然不确定。失业率依然高居不下。尽管各中央银行承认经济复苏很脆弱并维持历史最低贷款利率，欧洲中央银行已经宣布打算逐步取消在危机中采取的非常措施，以避免造成通货膨胀压力。临近该财政年度结束时，欧洲经济似乎已步入逐渐复苏的轨道，但市场关注的焦点突然转向欧洲联盟内部债台高筑的国家。在主权违约风险上升的同时，欧洲不同政府债券之间的息差也达到欧洲联盟形成之后前所未见的最高水平。由于市场对欧洲联盟的凝聚力产生疑虑，欧元与其他货币之间的汇率承受重大压力。欧洲联盟与国际货币基金共同融资创设了总额达 7 500 亿欧元的最后贷款人信贷机制计划，将于三年内提供给欧盟成员国，但条件是借款人同意采取更多削减赤字措施。在该财政年度，欧元波动很大。在经济复苏势头形成之时，欧元于 2009 年 11 月 25 日上升到兑换 1.51 美元的高位；对主权风险的关切不断增加后，欧元于 2010 年 3 月 25 日下降到兑换 1.33 美元的低点。同样，英镑于 2009 年 8 月 5 日上升到兑换 1.70 美元的高位，后来由于对选举结果的忧虑日益增加而于 11 月开始下降趋势，2010 年 3 月 31 日降至 1 英镑兑换 1.52 美元。

32. 日本经济在 2008 财政年度遭受全球金融危机所导致的严重衰退，但在 2009 财政年度却由于新兴市场尤其是中国经济强劲复苏所引领的全球经济形势好转而受益。日本银行短观调查扩散指数从 2008 年 6 月的 5 点下降至 2009 年 3 月的 -58 点，日本大型制造商的信心也随之下降。这是短观调查自 1974 年开始发布以来的最坏预测。不过，扩散指数下降幅度自此之后缩小，到 2010 年 3 月达到 -14 点。主要国家采取的各种刺激措施推动了对汽车和电视等耐用商品的需求，这对日本的出口有利。从 2008 年 10 月开始，日本月出口额同比持续下降，到 2009 年 2 月达到下降 49% 的历史最高水平；月出口额于 2009 年 12 月开始正增长，2010 年同比增长 20% 至 40%。2009 年 12 月，工业生产在 14 个月中也首次正增长，2010 年 3 月公布的同比增长率为 32%。经历七个季度的连续下降之后，国内生产总值于 2010 年第一季度实现了同比增长。然而，国内需求还没有显示出明显的复苏迹象，2010 年 3 月失业率仍处于 4.9% 的高位，而国内资本支出仍处于较低水平。虽然日本银行通过实施量化宽松政策显示了抗击通货紧缩的决心，但核心消费价格指数自 2009 年 2 月以来一直处于负数区间。在 2010 年 3 月终了的两年期，日元兑几种主要货币汇率走强。日元兑美元从 2008 年 8 月的 108.80 日元升至 2010 年 3 月底的 86.41 日元。日元兑欧元的升值幅度更大，从 2008 年 7 月的 168.39 日元升至 2010 年 2 月的 121.26 日元。

33. 在 2010 年 3 月终了的两年期，澳大利亚经济在全球金融危机持续期间没有发生衰退，其表现比大多数发达经济体更好。澳大利亚政府采取的积极的货币和财政政策行动支持了国内经济，同时中国的经济刺激措施导致其对澳大利亚商品

的需求强劲。澳大利亚政府向居民家庭发放了 120 亿澳元，并在基础设施项目上支出 220 亿澳元。为努力避免经济衰退，澳大利亚储备银行于 2008 年 9 月开始降低现金贷款基准利率。到 2009 年 5 月，该利率总共下调了 425 个基点，降至 49 年以来的最低点 3.0%。2009 年 11 月，澳大利亚储备银行成为 20 国集团内第一个开始提高利率的中央银行，因为经济数据提供证据表明，宽松的财政和货币政策已经产生经济开始加速增长的效应。国内生产总值同比增长率从 2008 年第一季度的 3.3%，下降到 2009 年第一季度 0.9% 的低点，经此疲软后，又于 2010 年第一季度反弹至 2.7%。失业率从 2008 年 3 月的 4.0% 上升至 2009 年 6 月 5.8% 的最高点，然后于 2010 年 3 月回落到 5.3%。澳大利亚年度同比消费价格指数在 2008 年第一季度上升 4.2%，2008 年第三季度达到 5.0% 的最高点，然后下降到 2010 年第一季度的 2.9%。目前，消费价格指数位于澳大利亚储备银行提出的 2% 至 3% 的适宜范围之内。在本两年期，澳元兑美元升值了 0.55%。

34. 受全球金融危机影响，香港特区本地生产总值在 2008 财政年度同比收缩 2.7%，随着在中国和其它新兴市场引领下的全球经济逐步复苏，香港本地生产总值在 2009 财政年度同比增长 2.5%。在低利率、供应短缺、良好的可承受性以及中国大陆需求的支撑下，住宅物业价格持续上升趋势。香港特区的消费价格指数在 2009 年 8 月处于同比增长-1.6% 的低位，后反弹至 2010 年 3 月的同比上升 2.0%。零售额在经历了 2009 年 2 月至 2009 年 8 月连续收缩 7 个月之后呈现大幅增长，同比增长率从 2009 年 9 月的 2.4% 快速升至 2010 年 3 月的 19%。新加坡国内生产总值在 2008 财政年度同比收缩-4.2%，由于全球经济复苏导致非石油类国内出口激增，2009 财政年度其国内生产总值同比增长 4.0%。2008 年 5 月至 2009 年 10 月，经过连续 18 个月的收缩，非石油类国内出口加速增长，同比增长率从 2009 年 11 月的 8.7% 上升至 2010 年 3 月的 25.4%。在本两年期，新加坡元兑美元贬值 1.4%。

35. 在 2010 年 3 月终了的两年期，新兴国家的经济经历了大幅波动。在该期间的前期，发达经济体经济急剧恶化对新兴国家造成了沉重影响。在该两年期的后期，主要由于在规模上前所未有的财政刺激政策，新兴国家的经济呈现出同步复苏的特点。新兴和发展中经济体的经济增长率从 2008 年的 6.1% 下降至 2009 年的 2.5%，然后于 2010 年初开始恢复。

36. 在新兴亚洲，中国仍然是增长最快的经济体，主要是因为 4 万亿元的一揽子经济刺激计划，2008 年国内生产总值增长 9.6%，2009 年增长 9.1%。季度国内生产总值增长率在 2009 年第一季度下降至 6.2%，后于 2010 年第一季度恢复至 11.9%。2008 年出口经历了显著收缩，但此后有所改善。工业生产、零售额和城镇固定资产投资等其他经济数据依然保持强劲或者也于 2010 年初得以恢复。在此期间，中国成为世界上最大的汽车消费市场，并超越德国成为世界最大出口国。去年，货币和信贷指标有所下降，给中央银行提供了降息空间，目前这些指标显

示经济过热的风险日益增加。当局已实施更严格的银行贷款和住房政策，同时重申需要把重点放在逐步改革汇率机制之上。基金将中国置于重点优先地位。投资委员会在第 205 次会议期间，在北京与顶级经济学家和监管官员举行会议，目的是确定如何在充满活力的中国“A”股市场上审慎地增加投资。该基金目前持有在香港特区而非上海上市的股票。这些会议在养恤基金与中国政府之间建立起无可比拟的正式沟通桥梁和论坛。此外，这些会议还使投资委员会有机会评估当局促进社会和经济进步的计划。A 股市场目前是中国公司筹资的主要来源，其系列广泛的各种股票应该能为基金提供大量投资机会。

37. 印度也具有相似的重点优先地位，该国在本报告所述期间一直维持较高的经济增长水平。2008 年印度国内生产总值增长 6.4%，2009 年放缓至 5.7%，由于收入的增长推动了对汽车、手机和航空旅行的消费需求，而且全球经济复苏支撑出口增长，印度的经济增长随之再次加速。印度可能是 2010 年亚太地区提高薪资步伐最快的国家。由于食品价格飙升以及对原油和成品油增加收税，以批发价格指数衡量的总通货膨胀率上升至 9.89%。印度中央银行担心通货膨胀率继续走高，因此提高了利率。

38. 大韩民国严重依赖占经济总量 60% 的出口，因此受到全球需求不景气的严重影响。随着出口收缩，韩元经历了大幅下挫。失业率上升也促使消费者削减开支。由于全球经济复苏刺激了对电子产品的需求，韩国经济于 2010 年第一季度开始复苏。个人消费随之恢复，制造商的信心也升至七年多来的最高水平。韩元几乎回升至危机前的水平。尽管通货膨胀保持良性水平，但韩国银行维持 2% 的基准利率，以鼓励企业和消费支出。

39. 在拉丁美洲，巴西的国内生产总值在 2008 年增长 5.1% 之后，在 2009 年收缩了 -0.2%。2008 年第四季度，由于企业减少雇佣以及销售预测显示需求放缓及信贷紧缩，经济形势恶化。政府的应对措施是削减耐用商品的销售税并承诺继续实施公共工程项目，同时中央银行调低隔夜贷款利率。2009 年底开始的经济复苏突显出积极的财政政策有效地刺激了消费支出和固定资产投资。2010 年第一季度国内生产总值上升 9.0%，零售额上升 9.1%，是 2001 年以来的最高值。更近一些，当局为了减缓经济的快速发展并控制正在加速的通货膨胀，将基准塞里奇利率提高至 10.25%。墨西哥因与美国商圈高度相关，也遭受了经济紧缩。该国国内生产总值严重收缩，2008 年增长 1.5%，2009 年下降 6.5%。

40. 由于美国制造业的回升导致对墨西哥的出口需求增加，墨西哥国内生产总值在 2010 年第一季度同比增加 9.9%。消费价格指数的增幅最近达到 4.3%，但墨西哥银行仍保持 4.5% 的基准利率不变。在智利，由于发达市场的经济衰退导致对该国最大出口产品铜的需求降低，因此经济放缓。到 2009 年第四季度，由于历史最低贷款利率和逐步改善的全球商品需求，智利经济恢复到 2.1% 的正增长水平。

41. 在本报告所述期间，在新兴国家中，东欧各经济体所经历的波动幅度最大。主要因为商品价格下跌，俄罗斯联邦经济放缓，卢布大幅贬值。俄罗斯联邦的国内生产总值增长率从 2008 年的 5.6% 下降到 2009 年的 -7.9%，但伴随能源和金属价格回升，在 2010 年第一季度增长 2.9%。俄罗斯中央银行将其关键利率降至 7.75% 的历史最低点。欧洲、中东和非洲区域的其他经济体，如匈牙利、捷克共和国、波兰和土耳其，因资本流动减少、经常账户高额赤字和防御性货币政策等因素而受到影响。这些国家的工业生产下滑，原因是全球金融危机导致投资停滞，并且西欧经济衰退使得出口需求减少。随着来自欧盟国家的制造业订单逐渐增多，工业产量增加，东欧经济从 2009 年底开始复苏。土耳其的经济勉强能够应付经济冲击而无须外部援助，随着失业率下降和个人消费复苏开始稳固，该国经济强劲反弹。在南非，因全球经济衰退导致出口需求下降并降低了汽车和有色金属行业的产量，制造业下跌。虽然就业水平仍是南非的一个重大挑战，但是大多数经济数据显示该国已经摆脱经济衰退。日益增长的全球出口需求正在推动南非的制造业产出，其中包括在其经济中占有很大比例的金属产品。

42. 总之，新兴市场经济体先出现紧缩，之后在支助性货币政策和财政政策的推动下开始复苏。随着最严重的全球经济危机成为过去，未来一年可能充满挑战，因为财政刺激方案正在逐渐结束，通胀威胁可能导致利率不断上升。新兴国家是过去十年经济繁荣的主要驱动力和受益者。预计这些国家在未来几年将继续经历更加快速的经济增长。虽然各区域情况不尽相同，但他们普遍得益于政治稳定、更完善的政策框架、体制改革和得到改善的治理。大多数国家有可信的货币政策和雄厚的储备头寸。随着全球贸易自由化和市场放松管制，以出口为主导的新兴经济体已经积累了相当大的贸易盈余，而工业化国家则面临着不断增长的经常账户赤字。虽然情况已经比过去几年有所改善，未来十年私营部门发展的先决条件仍然是改善各级政府和企业的治理，建立更高效的司法系统。从长期来看，随着更多新兴市场达到在某种程度上与发达经济体脱钩的临界经济总量，全球新兴市场应在积极的基本面基础上继续保持上升趋势。养恤基金预计将继续增加在新兴市场的投资。

43. 在 2010 年 3 月 31 日终了的两年期间，固定收入投资组合面临历史上严重的信贷危机，之后遇到了大规模的政府干预以及对主权资金日益增长的关注。2008 年，美国房贷市场和资产抵押担保证券中的问题演变成为全面的全球金融危机。雷曼兄弟公司倒闭后，美国政府将抵押贷款巨头房利美和房地美置于接管状态。世界各地的金融机构除经济衰退之外还面临流动性紧缩的问题。投资者寻求相对安全的政府债券和被认为是避风港的美元。为应对危机，各中央银行积极降低政策利率和实施资产购买方案，而各国政府则推出数额巨大的经济刺激方案，包括为出现问题的银行担保和注资。这些努力的结果在 2009 年显现。慢慢地，银行界的信心开始恢复，资本市场重新开放。经济活动触底之后开始恢复，只不过是试探性的恢复。债券市场稳定下来，而受到打击的公司债券等部门止跌回升。不

过，随着这一期间结束，信贷危机的影响继续存在。2010 年初，在各国政府发行前所未有的大量债务以便为恢复方案提供资金之后，债券市场反映出市场对主权信用的关切。随着经济复苏的步伐变得坚定，刺激经济增长的财政扶持力度与主权债务负担达到平衡，固定收入市场可能会继续波动。

44. 在 2010 年 3 月 31 日终了的两年期间，在 2007 年信贷危机期间就已经开始的商业房地产市场投资活动减缓问题进一步加剧。随着 2008 年 9 月雷曼兄弟公司的倒闭，房地产估价在 2008 年第三季度和第四季度显著下降。基金管理人士的资本提取额从 2008 年第四季度之前的每季度平均 8 000 万美元，变为 2009 年期间和 2010 年第一季度的每季度平均 4 000 万美元。对房地产基金的新的承付在 2008 年 8 月停止，在本两年期其余期间只做出了一笔小额承付，时间为 2009 年 12 月。投资管理司在本两年期的重点是对其现有基金进行资产管理，最终更换了一名日本的基金管理人员，并重新调整了与另外两名管理人员的关系。

45. 新的投资承销活动在 2010 年第一季度开始，主要侧重于在日本和亚洲的投资。2009 年开始的房地产市场分裂问题仍在继续，将中国、印度和巴西等高增长市场同日本、美国和欧洲等低增长市场割裂开来。高增长市场继续侧重于房地产开发，而低增长市场侧重于解困，主要是被困在资本不充裕银行中的房地产投资。在两年期结束时，日本、美国和欧洲的恢复增长预期降低，导致房地产价值继续下降，从而挫伤了这一领域的投资信心。

四. 分散投资

46. 分散投资就是对多种证券进行投资或是对多个市场的证券进行投资，目的是控制投资组合的风险而不相应地减少预期回报。养恤基金的政策是将其投资广泛分散到不同货币、资产类型和地域，这项政策仍是从长远上改进养恤基金投资组合风险/回报情况的可靠方法。在各大养恤基金中，联合国养恤基金是独一无二的，只有它致力于将投资组合充分分散到全球各地。

47. 在 2010 年 3 月 31 日终了的两年期，直到 2009 年 6 月 30 日，股票投资比例一直低于长期战略准则所定的市场中性 60%，但在全球经济开始恢复后，该比例则高于战略准则所定的 60%。在两年期结束时，股票的比例为 65.6%。债券所占比例一直远高于长期战略目标准则所定的 31%。两年期开始时占投资组合的 36.7%，到 2010 年 3 月减少到 28.6%。不动产投资从 2008 年 4 月 1 日占投资组合的 4.4%，下降到两年期结束时的 3.6%。现金和短线投资在两年期开始时(2008 年 4 月)占 1.8%，两年期结束时占 2.2%。投资委员会每次召开季度会议以后都不断地调整投资组合，以便实施秘书长代表决定的资产战术配置。在 2010 财年，股票投资组合比债券投资组合创造了更多收入。投资股票产生的高资本增值和投资债券创造的高收入结合起来，给基金带来了效益。只投资于一种资产不利于基金的业绩，因为这无法实现风险的分散。

48. 除了投资组合中各类资产比例的变化以外，在各类资产内也进行了一些改变，以便实施基金的投资战略，利用经济周期和金融市场的新趋势。截至 2010 财年末，对美国股票的持有维持在基准水平，而 2009 财年末基金对美国股票的持有则没有达到基准水平。由于对欧洲区域尤其是希腊、西班牙、意大利和葡萄牙的财政状况感到关切，基金减少了对欧洲股票的投资，2010 财年末持有的欧洲股票维持在基准水平。对新兴市场股票的投资在两年期间有所增加，并从其强劲表现中获益。印度和中国等发展中国家继续增长，速度远高于发达国家。基金在金融部门的投资比率较低，并继续限制这方面的投资，2007 年第三季度以来尤其如此。在两年期间，基金在材料和工业部门的投资比率一直较高。这些相对较高和较低的投资比率提高了基金的总体业绩。基金广泛分散投资，降低了货币和市场风险。

49. 固定收入投资组合涉及 16 种货币，其中 42%投资于美元，58%投资于非美元货币。美元债券占整个投资组合的 11.9%。就地域分散情况而言，2010 年 3 月，固定收入投资组合涉及 28 个国家，5 个超国家机构和区域机构。

50. 就地域分散情况而言，基金在北美的投资比例从 2008 年 3 月的 36.3%增至 2010 年 3 月的 43.1%，在欧洲的投资从 36.0%减少到 29.3%，而在亚太区域的投资比例在货币和利率变动期间从 20.4%减少到 18.5%。在市场恢复过程中，美元对世界各地的大多数货币的汇率发生了波动，投资于欧元、日元和拉丁美洲证券产生的货币影响降低了基金的整体风险，提高了该期间的回报数额。随着地域分散情况的变化，对货币的分散投资也发生了变化。资产种类、货币和区域方面的分散投资对基金的业绩产生了重大影响。仅投资于美元以外的一种货币，会对业绩产生不良影响，因为各种货币对美元汇率的变化是不同步的。下列情况发生过几次：以当地货币计的总回报是负数，但以美元计的总回报却是正数。下列表 1 至表 3 列示了基金投资的地区：

表 1

2010 年 3 月 31 日按国家或地区列出的基金投资市值^a

国家/地区	数额(百万美元)	百分比
阿尔巴尼亚 ^b	—	—
澳大利亚	1 259.0	3.28
比利时	139.5	0.36
巴西	571.7	1.49
加拿大	1 657.6	4.32
智利	45.5	0.12
中国	1 141.0	2.98
哥伦比亚	4.8	0.01

国家/地区	数额(百万美元)	百分比
捷克共和国	45.1	0.12
丹麦	125.6	0.33
埃及	17.2	0.04
爱沙尼亚	33.1	0.09
芬兰 ^b	—	—
法国	1 979.0	5.16
格鲁吉亚 ^b	—	—
德国	1 553.2	4.05
希腊	111.6	0.29
匈牙利	58.6	0.15
冰岛	21.9	0.06
印度	302.5	0.79
爱尔兰	102.7	0.27
意大利	229.0	0.60
日本	2 751.2	7.17
拉脱维亚 ^b	—	—
立陶宛	32.6	0.09
马来西亚	562.9	1.47
墨西哥	593.3	1.55
荷兰	394.2	1.03
新西兰	10.7	0.03
挪威	526.3	1.37
波兰	492.5	1.28
葡萄牙 ^b	—	—
卡塔尔	10.5	0.03
大韩民国	795.9	2.08
摩尔多瓦共和国 ^b	—	—
俄罗斯联邦	297.4	0.78
新加坡	253.7	0.66
南非	350.5	0.91
西班牙	715.5	1.87
瑞典	552.2	1.44
瑞士	1 241.3	3.24
土耳其	110.8	0.29

国家/地区	数额(百万美元)	百分比
乌克兰 ^b	—	—
联合王国	2 478.7	6.46
美国	14 896.0	38.84
委内瑞拉玻利瓦尔共和国	24.0	0.06
新兴市场 ^c	37.0	0.10
国际 ^c	900.3	2.35
区域非洲	157.7	0.41
区域亚洲	249.4	0.65
区域欧洲	444.5	1.16
区域拉丁美洲	44.0	0.11
区域中东	15.8	0.04
欧元 ^c	10.4	0.03
基金总投资	38 347.8	100.00

^a 投资所在国一般是以发行者所在地为根据。可转换证券按其可转换成的证券分类。

^b 基金以少于 0.01% 的资金对其房地产进行投资的国家。

^c 新兴市场基金和欧元基金是在特定地区或以特定货币在若干国家进行的投资。国际是指对世界银行等国际开发机构的投资。

表 2
养恤基金在发达市场的投资

国家	股票		固定收入	
	2008 年 3 月 31 日	2010 年 3 月 31 日	2008 年 3 月 31 日	2010 年 3 月 31 日
澳大利亚	√	√	√	√
奥地利	—	—	√	—
比利时	√	√	√	√
加拿大	√	√	√	√
丹麦	√	√	√	—
芬兰	√	—	—	—
法国	√	√	√	√
德国	√	√	√	√
希腊	√	√	—	—
冰岛	—	—	√	—
爱尔兰	√	√	√	√
以色列	√	√	—	—
意大利	√	√	√	—
日本	√	√	√	√
荷兰	√	√	√	√
新西兰	—	√	—	√
挪威	—	√	√	√
葡萄牙	—	—	√	—
新加坡	√	√	√	√
西班牙	√	√	√	—
瑞典	√	√	√	√
瑞士	√	√	√	√
联合王国	√	√	√	√
美国	√	√	√	√
共计	19	20	20	15

表 3
养恤基金在新兴市场的投资

	股票 ^a		固定收入	
	2008 年 3 月 31 日	2010 年 3 月 31 日	2008 年 3 月 31 日	2010 年 3 月 31 日
阿根廷	√	—	√	√
安哥拉			—	√
巴林	√	√		
波斯尼亚和黑塞哥维那			—	√
博茨瓦纳	√	√	—	—
巴西	√	√	√	√
保加利亚	√	—		
开曼群岛			—	√
智利	√	√	√	√
中国	√	√	√	√
哥伦比亚	√	√	√	—
刚果	√	—		
科特迪瓦	—	—	√	√
克罗地亚			—	√
塞浦路斯	—	—	√	—
捷克共和国	√	—	√	√
朝鲜民主主义人民共和国			—	√
多米尼加共和国			√	√
厄瓜多尔			√	√
埃及	√	√	√	√
萨尔瓦多			√	√
爱沙尼亚	—	—	√	√
斐济			√	√
格鲁吉亚			—	√
加纳	√	√	√	√
格林纳达			√	√
匈牙利	√	√	√	√
印度	√	√	—	—
印度尼西亚	√	—	√	—
伊拉克			√	√
以色列			—	—

	股票 ^a		固定收入	
	2008年3月31日	2010年3月31日	2008年3月31日	2010年3月31日
约旦	√	√	√	√
哈萨克斯坦	√	—	√	√
肯尼亚	√	√		
科威特	√	√		
吉尔吉斯斯坦	√	—		
黎巴嫩	√	√		
立陶宛	—	—	√	√
马拉维	—	√	√	√
马来西亚	√	√	√	√
马绍尔群岛	√	—		
毛里求斯	√	√	—	—
墨西哥	√	√	√	√
摩洛哥	√	√	—	—
纳米比亚	√	√		
尼泊尔			√	—
尼日利亚	√	√	√	√
阿曼	√	√	—	—
巴基斯坦	—	—		
巴勒斯坦	√	√		
巴拿马	√	—		
秘鲁	√	—	√	—
菲律宾	√	—	—	√
波兰	√	√	√	√
卡塔尔	√	√	√	√
大韩民国	√	√	√	√
摩尔多瓦			√	—
俄罗斯联邦	√	√	√	√
沙特阿拉伯	—	√		
塞内加尔	√	√		
塞尔维亚			√	—
南非	√	√	√	√
斯里兰卡	—	—		
泰国	√	—		

	股票 ^a		固定收入	
	2008年3月31日	2010年3月31日	2008年3月31日	2010年3月31日
前南斯拉夫的马其顿共和国			—	√
特立尼达和多巴哥			√	√
突尼斯	√	√		
土耳其	√	√	√	√
土库曼斯坦	√	—		
乌克兰	√	—	√	√
阿拉伯联合酋长国	√	√		
乌拉圭			√	√
委内瑞拉玻利瓦尔共和国	√	—	√	√
越南	√	—	√	—
赞比亚	√	√	√	√
津巴布韦	√	√		
共计	49	35	42	42

^a 由于外部管理的新兴市场投资基金业绩较差，2008年7月出售了这一投资基金，这导致基金目前投资的发展中国家数量减少。请注意，2010年6月30日，投资管理司与国际金融公司资产管理公司管理的一家私募基金(非洲、拉丁美洲和加勒比基金)签署了一份合同。投资管理司正在寻求更多机会对新兴市场进行投资。

五. 投资回报

A. 总回报

51. 养恤基金资产的市值从2008年3月31日的405.88亿美元下降到2010年3月31日的383.48亿美元，减少了22.4亿美元，降幅约6%。2009年3月31日终了年度的投资总回报率为-28.30%，2010年3月31日终了年度为32.20%。根据美国消费价格指数进行调整后，实际回报率分别为-28.1%和29.2%。因此，两年期的年度总回报率为-2.65%。

52. 2009年重新平衡投资组合后，基金在2010年3月31日终了的财政年度收益率为32.20%，这是基金年度回报的最高值。美国股票回报率在2009财年为-34.6%，2010财年为42.6%。非美国股票回报率在2009年为-45.1%，2010年为62.2%。2009年和2010年，股票分别占基金总额的51.9%和65.6%。股票总回报率在2009年为-41.0%，2010年为54.1%。2010年，由于美元对其他主要货币升值，因此美元以外其他货币的股票对基金业绩的影响减小。美国债券回报率在2009年为-1.4%，2010年为5.9%；非美国债券回报率在2009年为-12.6%，2010

年为 16.7%。不动产业绩在 2009 年为-22.9%，2010 年为-17.4%。短线投资回报率为 2009 年为 3.9%，2010 年为-2.7%。

53. 本报告所示回报率是由一个外面总账管理人使用公认方法计算的，提交联委会第三十四届会议的关于投资管理的报告¹中叙述了这个方法。计算结果包括实收股息和利息收入以及资本增值和损失。其中还计及投资项目市价的变化和现金流的时间。

B. 投资回报比较

54. 在各个以美元记账但有以若干其他货币计算的负债的养恤基金中，联合国养恤基金是地理上投资最分散的。在审查期间结束时，养恤基金有 50%以上的非美元货币资产。

55. 新政策基准由下列部分组成：摩根斯坦利资本国际(MSCI)所有国家世界指数 60%、巴克莱资本全球综合债券指数 31%、美国不动产投资信托委员会(NCREIF)开放性多元核心股票指数 6%、美林证券 91 日国库债券 3%。在 2009 年 3 月 31 日终了年度，基金业绩高于新政策基准(回报率为-28.3%，而政策基准为-29.8%)。在 2010 年 3 月 31 日终了年度，基金业绩低于基准，回报率为 32.2%，而新的 60/31 基准回报率为 33.7%。过去 15 年，基金的年度回报率为 7.7%，高于 60/31 基准的 6.5%。在 2010 年 3 月 31 日终了财年，基金总额增长了 32.2%。特别是，新兴市场的股票强劲反弹超过 80%，基金对全球新兴市场增加投资，对业绩起到了积极推动作用；然而，基金的业绩略低于 60/31 基准 1.5%，原因是基金采用保守办法确定投资组合。基金仍特意在金融危机中减持金融股，其业绩相对较低反映了最底层金融机构的反弹——这些似乎即将倒闭的公司设法渡过了危机。前几年，基金业绩较差，主要原因是股票所占比例较低，但自 2000 年以来，基金业绩快速赶上，是因为股票和债券类资产表现优异。

56. 过去 15 年，MSCI 所有国家指数和 MSCI 世界指数年度化总回报率分别为 6.6% 和 6.4%，而基金股票类资产年度化回报率为 7.7%。在同一时期，巴克莱资本全球综合指数和花旗集团世界政府债券指数年度化回报率分别为 6.1%和 5.7%，基金债券资产组合年度化回报率为 6.3%。

57. 风险管理。基金分散投资和采取投资高质公司的保守做法继续对基金起保护作用。投资管理司在采购司的协助下扩大其风险管理信息服务，并已为进一步建设这一能力发出招标书。在人员配置方面，投资管理司已聘用一位主管风险管理的副司长。

58. 改进基础设施。上文第 10 段指出，2010 年 1 月，投资管理司启用了电子交易定单管理系统，并将其与在上一次养恤金联委会会议时启用的 SWIFT(环球银行

¹ JSPB/34/R. 10。

间金融电信协会)安全金融电信系统结合起来。2008年7月聘用了一个P-5职等高级信息系统干事,并将此项目作为该干事的首要优先事项。通过改进基础设施,基金达到了最高行业标准,成为更加安全的客户。

59. 替代资产类别。投资管理司提交了一份关于在证券组合中增加替代资产类别的报告。该报告由美世投资咨询公司编写,建议将私募股权和对冲基金纳入投资组合,因为执行这些替代资产类别将减少按照标准差计算的投资组合整体风险,同时提高回报率。投资管理司已聘请了一名负责替代投资的高级投资干事,并与一名私人不动产顾问签订一份合同,就基础设施资金以及农田和林地提供指导。

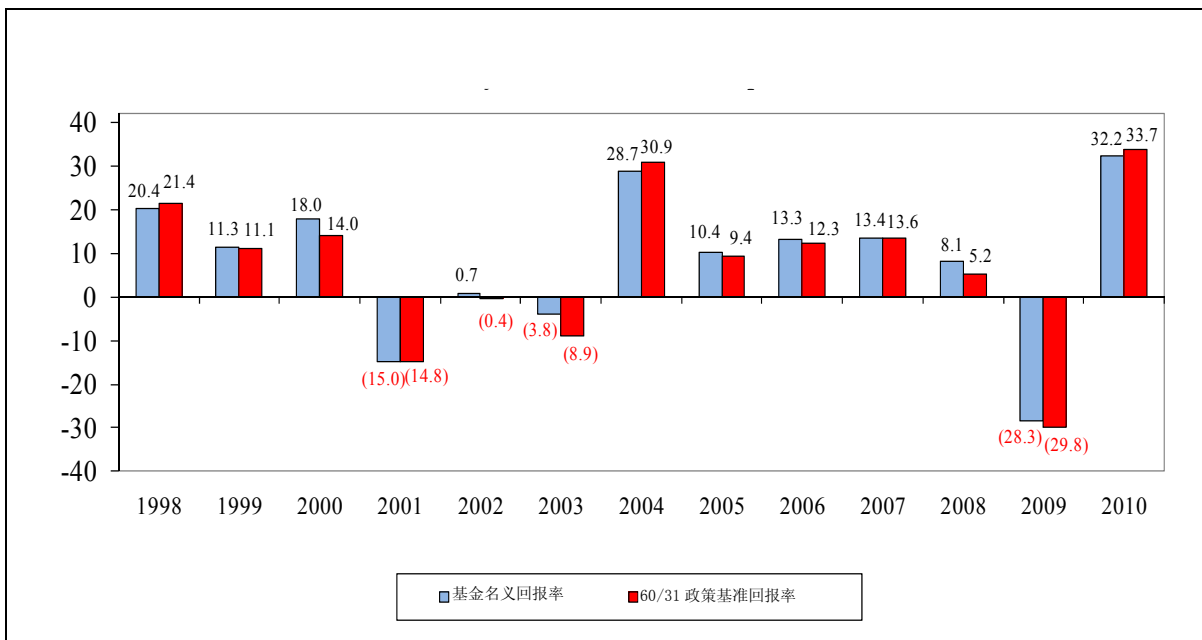
60. 委员会注意到投资管理司需要用于环境、社会和治理研究及代理投票表决服务的适当资源,以便有效支持落实这些原则,并表示有意审查来年的详细实施计划。作为其承诺的证据,经过漫长、严格的尽责调查过程后,养恤基金与国际金融公司签署一项协议,养恤基金承诺购买该公司非洲、拉丁美洲和加勒比基金的1.5亿美元私募股权,协议在投资分析中包括了秘书长的环境、社会和治理议题。非洲、拉丁美洲和加勒比基金是一个私募基金,其承付资金高达9.5亿美元,由国际金融公司的全资子公司资产管理公司募集,用于对设在非洲、拉丁美洲和加勒比地区发展中国家的成长型公司进行股份投资。2008年,当世界银行发起“发展与气候变化战略框架”以帮助促进和协调公共部门和私营部门应对气候变化的活动时,养恤基金参与了世界银行绿色公债的首次发行以及其后的销售。

C. 长期回报率

61. 在2010年3月31日终了的两年期,基金经历了历史上最动荡的市场。从历史上看,股票市场在1993年至2000年期间有很高的回报率,但随后连续三年急剧下降。2008、2009和2010年,基金回报率分别为8.1%、-28.3%和32.2%(见图一)。

图一

各个 3 月 31 日终了财政年度的回报率：在 13 个年度中有 8 个年度养恤基金名义回报率高于政策基准



62. 在过去 5、10、15、20 和 25 年，年度化总回报率分别为大约 5.7%、4.4%、7.7%、8.1%和 9.8%。如图二所示，在截至 2010 年 3 月 31 日的 10 个年期中，基金的回报率在 9 个年期高于政策基准回报率。在有数据可查的 50 年期间，年度化总回报率为 8.3%，按美国消费物价指数调整后，实际年回报率为 4.1%。

图二

截至 2010 年 3 月 31 日的各年期业绩：养恤基金名义回报率在 10 个年期的 9 个中高于政策基准回报率

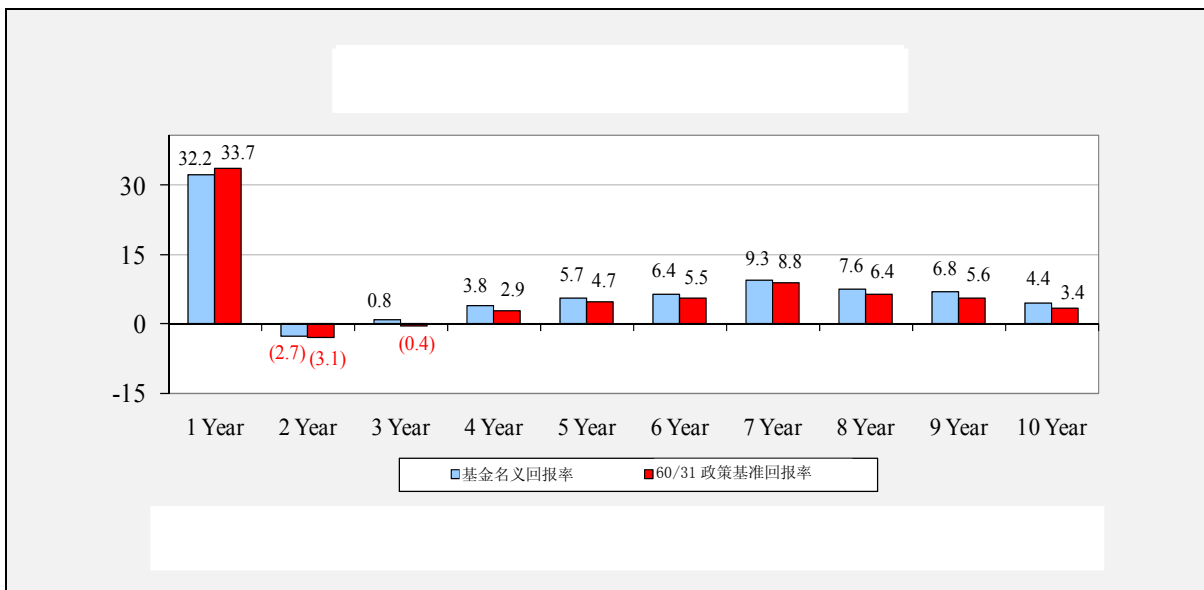


表 4

养恤基金投资年度总回报率

(按照 3 月 31 日市值计算的百分比回报率)

年份	股票				债券						养恤基金 投资共计
	美国	美国境外	投资共计	MSCI 世界 指数 ^a	美国	美国境外	投资共计 ^b	花旗集团 世界政府 债券指数 ^c	不动产	短线投资	
1961	18.8	37.8	19.4	—	—	—	8.0	—	—	—	12.7
1962	12.37	0.87	11.65	—	—	—	3.91	—	—	—	6.61
1963	(0.60)	(16.34)	(0.59)	—	—	—	5.49	—	—	—	4.07
1964	18.18	7.48	17.45	—	—	—	2.12	—	—	—	8.24
1965	10.89	8.30	10.44	—	—	—	4.41	—	—	—	6.98
1966	4.53	3.22	4.31	—	—	—	(2.14)	—	—	—	0.66
1967	11.76	(2.32)	8.98	—	—	—	3.97	—	—	—	7.91
1968	2.86	28.30	7.46	—	—	—	(4.89)	—	—	—	1.60
1969	13.35	20.07	14.64	—	—	—	2.66	—	—	—	9.09

年份	股票				债券						
	美国	美国境外	投资共计	MSCI 世界 指数 ^a	美国	美国境外	投资共计 ^b	花旗集团 世界政府 债券指数 ^c	不动产	短线投资	养恤基金 投资共计
1970	(5.10)	(2.18)	(4.49)	—	—	—	1.41	—	—	—	(1.75)
1971	13.94	3.31	11.46	9.28	—	—	14.10	—	—	8.73	13.53
1972	14.13	34.30	18.33	16.92	—	—	9.41	—	11.58	7.15	16.98
1973	5.85	20.77	9.49	13.47	—	—	7.40	—	4.78	5.92	8.55
1974	(16.70)	(21.48)	(18.10)	(16.40)	—	—	1.92	—	10.18	10.70	(13.55)
1975	(11.20)	11.60	(5.16)	(6.09)	6.20	14.63	6.55	—	(1.03)	12.35	0.18
1976	16.37	10.76	14.58	15.59	11.22	1.91	10.02	—	5.16	7.70	13.16
1977	(8.25)	(3.75)	(6.62)	(0.95)	10.40	15.20	11.06	—	3.70	5.20	(0.26)
1978	(5.60)	20.31	4.16	6.11	5.62	24.39	8.72	—	8.25	7.67	6.12
1979	22.36	21.67	22.07	21.27	4.70	12.50	6.63	8.04	16.86	8.56	15.07
1980	10.89	(10.31)	1.08	(0.18)	(9.53)	(4.64)	(7.63)	(13.16)	17.42	11.75	(0.39)
1981	43.19	39.60	41.45	34.80	14.99	9.45	12.51	20.38	14.71	15.76	26.60
1982	(17.88)	(19.64)	(18.77)	(15.00)	11.08	0.40	6.20	(0.69)	17.51	17.95	(7.85)
1983	40.91	23.60	33.55	31.60	32.53	14.54	24.89	20.54	7.07	12.76	27.05
1984	5.08	32.46	15.66	17.30	5.46	12.42	8.67	8.20	13.33	13.07	13.01
1985	20.75	(6.82)	9.54	7.20	17.86	(8.22)	4.53	5.50	13.47	3.62	8.09
1986	34.95	58.48	43.44	56.02	54.30	50.33	51.21	48.70	10.75	6.95	41.52
1987	21.63	43.88	30.01	43.22	9.14	32.63	22.59	17.42	12.67	11.97	24.69
1988	(12.18)	2.15	(4.74)	5.81	3.26	20.24	12.65	11.42	9.19	7.67	3.10
1989	13.20	10.00	11.30	13.56	2.10	(5.50)	(2.40)	0.36	8.20	10.40	5.90
1990	21.54	13.21	16.57	(2.30)	10.47	2.93	6.20	3.12	12.31	9.72	11.56
1991	8.9	1.2	4.5	3.2	12.5	17.4	15.0	16.2	5.1	13.1	8.9
1992	11.3	0.1	4.9	(0.5)	13.7	14.0	14.0	14.0	(4.1)	6.5	7.6
1993	17.3	6.7	11.2	12.7	15.9	17.7	16.9	19.0	(6.6)	7.5	11.6
1994	(2.7)	24.4	12.4	14.0	3.4	10.1	7.7	6.8	0.5	3.0	9.7
1995	11.1	6.5	8.1	9.8	2.9	18.6	12.9	12.1	0.0	5.0	8.7
1996	30.2	15.1	20.5	20.6	8.0	3.3	5.1	5.3	10.4	4.1	14.6
1997	18.9	7.2	11.6	9.8	6.2	2.5	3.6	1.2	8.6	4.4	8.9
1998	45.4	15.4	27.3	32.4	10.6	4.3	7.0	5.4	18.9	7.0	20.4

年份	股票				债券				不动产	短线投资	养恤基金 投资共计
	美国	美国境外	投资共计	MSCI 世界 指数 ^a	美国	美国境外	投资共计 ^b	花旗集团 世界政府 债券指数 ^c			
1999	18.4	9.7	13.9	13.0	4.8	9.0	6.5	10.0	4.8	9.9	11.3
2000	17.5	39.9	28.5	21.6	3.1	(5.7)	(2.5)	(0.3)	11.7	3.0	18.0
2001	(17.2)	(30.3)	(24.2)	(25.1)	13.0	(4.2)	2.0	(1.7)	11.3	4.2	(15.0)
2002	2.8	(6.1)	(1.3)	(4.2)	4.9	2.1	3.1	0.5	8.4	3.5	0.7
2003	(23.9)	(21.7)	(23.1)	(24.2)	15.9	34.9	28.4	25.2	8.5	11.1	-3.8
2004	29.3	56.5	42.5	43.9	6.8	19.4	15.7	13.5	23.9	8.1	28.7
2005	6.3	16.9	11.8	11.1	1.2	10.5	7.8	5.5	15.8	2.5	10.4
2006	13.1	28.8	21.3	18.6	2.4	-4.4	-2.8	-2.0	30.5	2.9	13.3
2006				20.3 ^d				-2.6 ^e			12.3 ^f
				(摩根斯坦 利资本国际 公司所有国 家指数)				(雷曼兄弟 公司全球 综合指数)			60/31
2007	9.5	20.5	15.7	16.4	7.1	9.1	8.4	8.1	24.5	5.5	13.4 ^f
				(摩根斯坦 利资本国际 公司所有国 家指数) ^d				(雷曼兄弟 公司全球 综合指数) ^e			60/31
2008	-0.6	5.9	3.4	-0.7	8.3	18.4	15.1	15.3	9.0	8.3	8.1 ^f
2009	-34.6	-45.1	-41.0	-42.7	-1.4	-12.6	-8.6	-4.9	-22.9	3.9	-28.3 ^f
2010	42.6	62.2	54.1	56.3	5.9	16.7	10.8	10.2	-17.4	-2.7	32.2
				(摩根斯坦 利资本国际 公司所有国 家指数) ^d				(雷曼兄弟 公司全球 综合指数) ^d			60/31 ^f

^a MSCI 世界指数包括 23 个主要股票市场。

^b 1975 年以前美国境外债券所占的比例不大。

^c 所罗门兄弟公司世界政府债券指数，现为花旗集团世界政府债券指数，由 18 个主要债券市场组成。

^d 摩根斯坦利资本国际公司所有国家世界指数由 23 个发达国家和 23 个新兴市场组成。

^e 从 2008 年 11 月 3 日起，雷曼兄弟公司全球综合指数更名为巴克莱全球综合债券指数。

^f 战略资产配置 60/31 政策基准由下列部分组成：摩根斯坦利资本国际 (MSCI) 所有国家世界指数 60%、巴克莱资本全球综合债券指数 31%、美国不动产投资信托委员会 (NCREIF) 开放性多元核心股票指数 6%、美林证券 91 日国库债券 3%。

表 5
 养恤基金：按市值计算的年度回报率
 (2010 年 3 月 31 日终了若干期间的百分比)

	2010	2009	2008	2010 年之 前的 5 年	2010 年之 前的 10 年	2010 年之 前的 15 年
美国股票	42.6	-34.6	-0.6			
美国境外股票	62.2	-45.1	3.9			
股票共计	54.1	-41.0	3.4	5.7	1.9	7.7
美国债券	5.9	-1.4	8.3			
美国以外债券	16.7	-12.6	18.4			
债券共计	10.8	-8.6	15.1	4.2	7.6	6.4
房地产类投资	-17.4	-22.9	9.0	2.4	7.8	8.8
短线投资	-2.7	3.9	8.3	3.5	4.8	—
以美元计的整个养恤基金	32.2	-28.3	8.1	5.7	4.4	7.7
按通胀调整后的回报率(根据美 国消费物价指数)	29.2	-28.1	4.0	3.2	1.9	4.7

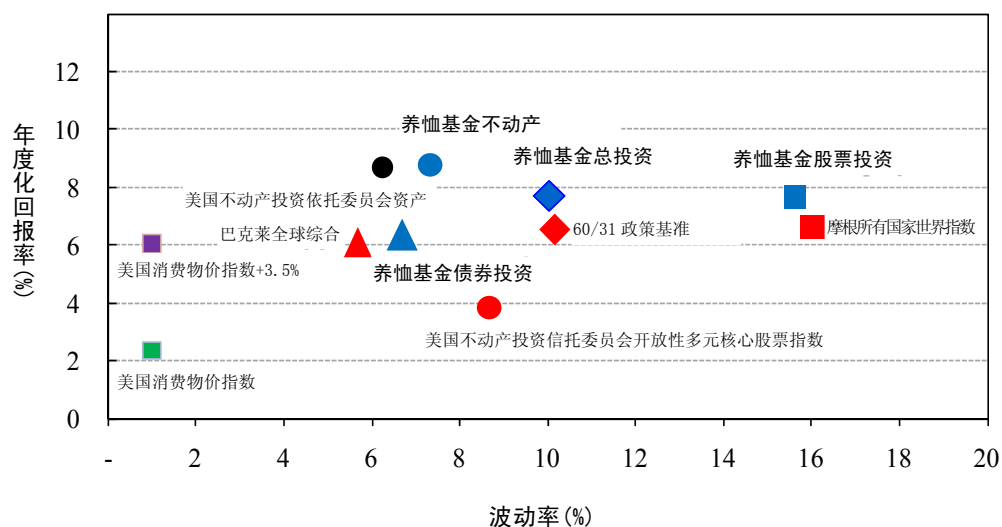
D. 风险回报情况

63. 过去 15 年，养恤基金 7.7% 的年均回报率高于 6.6% 的基准回报率，养恤基金 10.0% 的波动率略低于 10.2% 的基准。养恤基金的风险回报状况较好，因为其投资组合非常分散，包括所有主要资产类别和证券。

64. 在资产类别上，养恤基金股票组合的业绩 (7.7%) 高于摩根斯坦利资本国际公司所有国家世界指数 (6.6%)，但股票投资组合的风险状况 (15.6%) 比摩根斯坦利资本国际 (MSCI) 所有国家世界指数 (16.03%) 好很多。债券投资组合的业绩 (15 年平均回报率 6.4%) 超过了巴克莱资本全球综合债券指数 (6.1%)，但其波动率 (6.7%) 高于该指数 (5.7%)。

图三

养恤基金到 2010 年 3 月 31 日为止 15 个年度的风险/回报率与各指数相比



六. 在发展中国家的投资

65. 养恤基金继续努力在符合参与人和受益人利益的前提下在发展中国家投资。2010 年 3 月 31 日，在发展中国家的直接和间接投资已达 48 亿美元，比 2008 年 3 月 31 日的 38 亿美元成本增长大约 25%。增加的部分投在了亚洲区域和拉丁美洲区域。

66. 投资管理司继续寻找在发展中国家可能存在的投资机会。在本报告所述期间，对非洲、亚洲和东欧进行了投资考察。为找到适当的投资工具，基金在考虑整体投资标准和战略的情况下，继续审查其在这些市场的投资。另外它还继续在信贷质量有所改善的主权债券方面寻找投资机会。

表 6
与发展有关的投资：2008 年 3 月 31 日和 2010 年 3 月 31 日的账面价值

(千美元)

区域	账面价值		市值		两年期年度化 回报率 %
	2008 共计	2010 共计	2008 共计	2010 共计	
非洲					
埃及	24 609	14 799	22 998	17 226	n/a ^a
南非	331 946	242 903	310 697	350 483	n/a ^a
区域基金	91 198	110 044	221 651	121 707	(10.52)
小计	447 753	367 746	555 346	489 416	n/a ^a
发展机构	59 348	79 203	69 628	85 912	
非洲共计	507 101	446 949	624 974	575 328	
亚洲					
中国	376 087	872 935	248 197	1 140 989	n/a ^a
印度	115 115	180 663	231 161	302 472	(5.15)
马来西亚	606 909	513 681	661 941	562 907	3.95
卡塔尔	28 626	10 002	29 737	10 462	n/a ^a
大韩民国	637 088	653 007	674 235	795 906	1.54
新加坡	625 499	180 568	747 995	253 741	21.77
区域基金	3 804	261 624	339 504	216 141	n/a ^a
小计	2 393 128	2 672 480	2 932 770	3 282 618	
发展机构	83 103	55 118	86 693	58 739	
亚洲共计	2 476 231	2 727 598	3 019 463	3 341 357	
欧洲					
塞浦路斯	26 229	0	50 214	0	n/a ^a
土耳其	61 176	73 312	73 475	110 793	13.03
区域基金	0	0	0	0	n/a ^a
小计	87 405	73 312	123 689	110 793	
发展机构	0	0	0	0	
欧洲共计	87 405	73 312	123 689	110 793	
拉丁美洲					
阿根廷	6 720	0	8 886	0	n/a ^a
巴西	95 951	276 823	327 669	571 686	7.20

区域	账面价值		市值		两年期年度化 回报率 %
	2008 共计	2010 共计	2008 共计	2010 共计	
智利	37 846	20 056	36 972	45 499	11.06
哥伦比亚	0	2 951		4 830	n/a ^a
墨西哥	448 786	444 034	595 490	593 348	5.82
委内瑞拉	0	19 965	0	24 023	n/a ^a
区域基金	0	0	0	0	
小计	589 303	763 829	969 017	1 239 386	
发展机构	30 564	136 316	31 476	141 999	
拉丁美洲共计	619 867	900 145	1 000 493	1 381 385	
其他发展基金					
国际复兴开发银行	101 338	318 025	163 342	351 964	n/a ^a
欧洲投资银行		315 002		323 446	n/a ^a
新兴市场信托债券基金	21 600	21 600	37 541	36 951	(0.79)
新兴市场中东基金	17 265	19 746	26 659	15 793	(23.03)
新兴市场投资者基金	30 501	0	93 049	0	n/a ^a
其他发展基金共计	170 704	674 373	320 591	728 154	
总计	3 861 308	4 822 377	5 089 210	6 137 017	

n/a^a 表示在这些情况下，一个特定区域某一期开始或终了时未持有证券，独立总账管理人不能提供回报。

七. 结论

67. 养恤基金在过去一年空前动荡的情况下业绩稳定，高于基准。在此期间，基金采取了若干举措，以加强投资决定及其辅助基础设施。为建立更加稳健的投资过程，投资管理司建立了一个记录每笔投资的最初理由的系统，该系统持续运行并对关键的风险因素进行监测。2010 年上半年完成了交易订单管理系统的实施，该系统对股票交易进行直通式处理和清晰的审计跟踪，并记录交易前的合规情况。还实行了其他合规和财务披露规则，以确保投资管理司工作人员遵守道德操守行为的最高标准。尽管在全球经济复苏的这一阶段，基金可能将面对动荡不定的市场，但有了两年期新增工作人员和投资工具的支持，投资管理司将得以保障基金安全，为未来建设一个更为稳固的基础。