

**分析师:**  
 王德伦 S0190516030001  
 周琳 S0190514070008  
 王亦奕 S0190518020004  
 李美岑 S0190518080002  
 张兆 S0190518070001  
 吴峰 S0190510120002

**研究助理:**  
 张勋 孟一坤

**联系人:**  
 王亦奕  
 021-6898 2351  
[wangyiyi@xyzq.com.cn](mailto:wangyiyi@xyzq.com.cn)

**团队成员:**

王德伦  
 周琳 王亦奕 李美岑  
 张兆 吴峰 张勋  
 孟一坤

## 解密加拿大养老金管理投资之道

## ——海外资金深度研究一

2019年6月19日

**投资要点**

★ CPPIB 作为全球前五大养老金管理机构之一，运作独立于政府，唯一的职责在于保证计划参与者回报持续最大化。

加拿大养老投资管理局（Canada Pension Plan Investment Board, CPPIB）是加拿大最大的养老金管理机构，负责对加拿大多层次养老保障体系中第二支柱加拿大养老金（CPP）不用于支付退休福利的资产进行市场化投资。与政府统一管理的传统基础养老方式不同，CPPIB 的管理独立于加拿大联邦政府，一定程度上能够保证计划参与者的利益，同时通过高度透明的方式运作，维持公众的信任。CPPIB 在成立初期以低成本的被动指数投资管理为主，但面临一系列全球政治、经济波动后，于 2006 年转向积极的主动投资策略。

★ CPPIB 过去十年超过一半时间录得双位数收益，未来将扩大对新兴市场投资。截至 2019 年 3 月 31 日，CPPIB 管理规模达 3920 亿加元，过去 10 年复合增长率 11.1%（名义增长率），预计到 2030 年将达到 8000 亿加元，约为目前的 2.5 倍。2019 财年，CPPIB 增加了 32 亿加元的净投资收益，总投资收益率为 8.9%，与上一年相比有所下滑，主要原因在于新兴市场表现不佳。从各类配置资产的情况来看，私募股权类投资是贡献收益的主要来源。持仓结构上，CPPIB 对海外资产持仓超 80%，主要集中在美国等发达国家，亚洲和拉美合计仅 24%，但对新兴市场的投资规模占比在 2025 年将达到整体持仓的三分之一。

**★ CPPIB 重仓股七大特征。**

CPPIB 的公开市场股票持仓中，近 85% 的占比配置在海外市场，因此我们选取海外持仓市值排名前 50 的重仓股来对 CPPIB 的投资行为更深入的研究，六大特征值得关注：1) 90% 的公司持仓时间 3 年以上，符合 CPPIB 长期资金理念；2) 平均超额收益率约 120%，投资腾讯获得 30 倍超额收益；3) 美股持仓过半，板块配置均衡；4) CPPIB 偏好大市值个股，55% 的持仓集中于千亿市值公司；5) 70% 持仓公司的市盈率低于 30 倍；6) 超 60% 公司近三年业绩复合增速高于 50%；7) 对中国企业的持仓规模在新兴市场中占主导，偏好可选消费板块。

**★ CPPIB 投资之道：四大组合+三大收益来源。**

为了平衡风险与收益最大化之间的冲突，CPPIB 构建出由基准组合、战略投资组合、目标组合、总组合组成的“总投资组合框架”。其中基准组合来决定风险偏好以及考核标准，战略投资组合和目标组合共同决定目标资产配置比例，总投资组合则负责风险管理。长期以来，CPPIB 凭借专业化的投资管理和风险控制获得了高于基准的超额收益，其优异表现的来源主要包括三个方面：多元化投资、α 策略以及逆向操作，其中多元化投资是贡献收益的主要来源。

**风险提示：本文基于 CPPIB 的历史数据进行客观分析，不构成任何投资建议。**



## 目 录

CPPIB——全球前五大养老金管理机构 .....	- 5 -
CPPIB 管理资产组合现状 .....	- 7 -
管理规模稳定增长 .....	- 7 -
权益类和实物类资产持仓持续上升 .....	- 8 -
资产持仓区域走向全球配置，发达市场占主导 .....	- 9 -
私募股权类投资是贡献收益的主要来源 .....	- 10 -
行业分布上，对金融板块独有偏爱 .....	- 11 -
CPPIB 重仓股特征几何? .....	- 12 -
持仓时间：90%的公司持有 3 年以上，符合 CPPIB 长期资金理念.....	- 12 -
投资收益：平均超额收益率约 120%，投资腾讯获得 30 倍超额收益 ...	- 12 -
行业配置：美股持仓过半，板块配置均衡 .....	- 13 -
市值分布：CPPIB 偏好大市值个股，55%的持仓集中于千亿市值公司 ..	- 13 -
估值情况：70%持仓公司的市盈率低于 30 倍.....	- 14 -
业绩增速：超 60%公司近三年业绩复合增速高于 50%.....	- 15 -
中国企业：新兴市场中占主导，板块偏好可选消费.....	- 15 -
CPPIB 投资策略：四大组合+三大收益来源 .....	- 17 -
基准组合——决定风险偏好 .....	- 18 -
战略组合——既定风险下的收益最大化 .....	- 19 -
目标组合——管理实际投资中投资权重和风险敞口变化.....	- 20 -
总投资组合——通过风险因子管理总风险敞口 .....	- 20 -
CPPIB 投资收益主要来自于多元化投资、 $\alpha$ 策略以及逆向操作 .....	- 21 -
多元化投资 .....	- 21 -
$\alpha$ 策略 .....	- 23 -
逆向操作 .....	- 24 -
CPPIB 区别于其他养老金的优势 .....	- 24 -
利用长期、规模化资金优势获得丰厚的投资溢价.....	- 24 -
保证投资的确定性，现金流可测 .....	- 24 -
搭建内部专业团队，积极寻找外部合作伙伴 .....	- 24 -
完善投资框架，严控资产损失风险 .....	- 25 -
附录：CPPIB 部分持仓情况 .....	- 26 -

## 图表目录

图表 1：2018 年全球前 22 大养老金（P22）资产规模及占比 .....	- 4 -
图表 2：全球前 7 大养老金（P7）市场排名演变.....	- 5 -
图表 3：CPPIB 发展演进大事件 .....	- 6 -
图表 4：CPPIB 投资战略演进情况 .....	- 7 -
图表 5：CPP 资产规模预计将于 2030 年达到 8000 亿加元 .....	- 8 -
图表 6：CPPIB 投资组合向多元化持仓演变 .....	- 8 -
图表 7：2019 财年实际资产配置比重 .....	- 9 -
图表 8：CPPIB 资产区域分布 .....	- 10 -
图表 9：CPPIB 资产配置主要集中在美国等发达市场 .....	- 10 -
图表 10：2003-2019 CPPIB 投资组合年化收益率 .....	- 11 -
图表 11：CPPIB 近两年各类资产回报率 .....	- 11 -
图表 12：CPPIB 上市股权市场行业持仓情况 .....	- 11 -
图表 13：CPPIB 私募股权市场行业持仓情况 .....	- 11 -
图表 14：海外重仓股持仓时间分布情况 单位：家.....	- 12 -

图表 15: 持有期间超额收益率分布情况 单位: 家.....	- 13 -
图表 16: 重仓股中半数为美股 .....	- 13 -
图表 17: 重仓股的板块配置相对于整体持仓更均衡.....	- 13 -
图表 18: CPPIB 偏好大市值个股.....	- 14 -
图表 19: CPPIB 重仓股的市盈率分布 单位: 家.....	- 14 -
图表 20: 近三年 CPPIB 重仓股业绩增速分布 单位: 家.....	- 15 -
图表 21: CPPIB 持仓中市值排名前 10 大 A 股.....	- 16 -
图表 22: CPPIB 主要通过 A 股、港股和美股市场来持有中国企业.....	- 16 -
图表 23: CPPIB 持有中国企业的行业分布.....	- 17 -
图表 24: CPPIB 投资策略图解.....	- 17 -
图表 25: 基准组合反应 CPPIB 近年来风险偏好较高.....	- 18 -
图表 26: 战略组合在基准组合决定的风险水平下, 通过分散投资将收益率最大化.....	- 19 -
图表 27: 目标资产配置比重 (战略投资组合).....	- 20 -
图表 28: 多元化是贡献收益的主要来源 .....	- 21 -
图表 29: 近年来资产组合中的公开市场证券规模出现快速上升.....	- 22 -
图表 30: CPPIB 对非上市资产持仓情况.....	- 22 -
(单位: 十亿加元) .....	- 22 -
图表 31: 非上市资产规模及其占比快速上市.....	- 22 -
(单位: 十亿加元) .....	- 22 -
图表 32: CPPIB 部分区域合作伙伴及其简介.....	- 23 -
图表 33: CPPIB 持仓前 50 的中国企业列表.....	- 26 -

根据全球领先咨询机构韬睿惠悦咨询公司（Towers Watson）2019年2月发布的最新全球养老金市场研究（Global Pension Assets study 2019），2018年全球前22大养老金市场合计管理规模40.17万亿美元，同比下滑3.3%，主要原因来自于国际经济形势、股市以及汇率波动等负面影响，但私募股权等非公开市场资产的配置对这些负面影响进行了对冲，一定程度上减缓了资产缩水的规模。

美国、英国、瑞典、荷兰、日本、加拿大和澳大利亚全球七大养老金市场（P7），合计资产规模达36.6万亿美元，占上述22个国家总和的91%；从资产规模与GDP的占比来看，P7基本都高于100%，体现了较好的保值增值效果。其中，中国养老金规模198亿美元，排名第14位，远低于美国、日本养老金规模的十分之一；而在占GDP比重方面，中国养老资产仅占GDP的1.5%，排名倒数第一。在人口老化问题日益突出的背景下，如何扩大我们国家的养老金资产规模、如何对养老金进行保值增值值得深思。

图表 1: 2018 年全球前 22 大养老金 (P22) 资产规模及占比

排名	国家地区	2018 年总资产 (十亿美元)	总资产/GDP 比重	10 年复合年均增长
1	美国	24,711	120.5%	7.7%
2	日本	3,081	60.8%	-0.7%
3	英国	2,856	101.7%	7.1%
4	澳大利亚	1,866	130.7%	10.2%
5	加拿大	1,630	94.0%	6.8%
6	荷兰	1,517	166.7%	5.9%
7	瑞士	893	126.0%	5.8%
8	韩国	733	44.3%	-
9	德国	557	13.8%	3.9%
10	巴西	243	12.7%	2.6%
11	芬兰	233	84.2%	4.5%
12	马来西亚	227	65.4%	-
13	南非	213	56.4%	4.2%
14	中国大陆	198	1.5%	-
15	智利	196	65.5%	10.2%
16	意大利	187	9.0%	-
17	墨西哥	185	15.4%	7.2%
18	爱尔兰	166	45.4%	6.4%
19	中国香港	156	4320.0%	8.5%
20	法国	155	5.5%	0.1%
21	印度	129	4.8%	-
22	西班牙	41	2.8%	0.2%
	总计	40,173	60.4%	6.4%

数据来源：Towers Watson，兴业证券经济与金融研究院

图表 2: 全球前 7 大养老金 (P7) 市场排名演变

1998		2008		2013		2015		2018	
国家	规模: 十亿美元								
美国	9027	美国	11762	美国	20285	美国	21395	美国	24711
日本	2285	日本	3318	英国	3129	英国	2831	日本	3081
英国	1159	英国	1433	日本	2895	日本	2672	英国	2856
荷兰	470	荷兰	852	澳大利亚	1746	澳大利亚	1565	澳大利亚	1866
加拿大	445	加拿大	847	加拿大	1471	加拿大	1451	加拿大	1630
瑞士	350	澳大利亚	710	荷兰	1354	荷兰	1285	荷兰	1517
澳大利亚	205	瑞士	509	瑞士	809	瑞士	794	瑞士	893

数据来源: Towers Watson, 兴业证券经济与金融研究院

因此, 本系列将通过研究全球领先资产管理机构案例, 旨在分析其外经验、制度建设、产品设计、投资管理等多个方面, 吸收先进经验, 为国内资本市场的发展提供参考借鉴。作为系列第一篇, 考虑市场代表性、数据可得性等多个方面, 我们选取加拿大养老金管理局作为研究对象。

## CPPIB——全球前五大养老金管理机构

加拿大现行养老体系包括三大支柱。1) 老年收入保障计划 (Old Age Security, 简称 OAS), 属于非缴费型基本保障, 类似于中国的低保, 旨在向符合条件的老人, 提供免费生活保障金。OSA 的经费来自于税收, 由联邦政府统一管理, 符合条件的加拿大公民需年满 65 岁, 并于 18 岁后在加拿大居住 10 年以上才能申请。2) 养老金计划 (Canada Pension Plan, 简称 CPP), 类似于中国的养老保险, 18 岁以上、有工作且年收入低于 3500 加元的加拿大合法居民, 都必须按照工资每个月缴纳一定比例的保险费, 以便 65 岁后领取退休养老金。与中国类似, 个人与雇主分别缴纳一半, 比例是个人税前工资的 4.95%。但随着物价走高, 2019 年开始缴费比例将会提高至 5.1%, 2023 年提高至 5.95%。此外与我国不同的是, CPP 不仅支付退休金, 还能向供款人及其家属提供伤残津贴、遗属养恤金、子女抚养费。3) 补充养老金计划, 分为职业养老金计划 (RPPs) 和个人储蓄养老金计划 (RRSPs), 主要针对中高收入人群。RPPs 是由雇主自愿为员工提供的养老计划, 一般由雇主和雇员按照约定缴费比例, 将雇员税前收入的 18% 存入 RPPs 基金, 由保险公司、信托公司等进行投资管理, 退休后领取投资收益。RRSPs 则由个人缴纳部分收入, 放入 RRSP 账户用于购买基金、股票等金融产品, 在取出时一次性缴纳税金即可。

CPPIB 的成立旨在保障加拿大未来数代公民的养老计划的可持续性。本文重点研究对象——加拿大养老投资管理局 (Canada Pension Plan Investment Board, CPPIB) 是加拿大最大的养老金管理机构, 负责对加拿大多层次养老保障体系中第二支柱 CPP 不用于支付退休福利的资产进行市场化投资。CPP 于 1966 年开始实施, 实行现收现付制, 在成立初期, 在职工作者与退休人员的比例仅为 6.5:1。但随着人口寿命的延长以及老龄化冲击, 上世纪 90 年代中期 CPP 开始面临严重的财务问题: 根据当时的测算, 资产规模将于 1993 年开始耗尽, CPP 濒临破产。为此, 加拿大联邦政府于 1997 年出台了《加拿大养老金计划投资委员会法》, 决定建立对储备

基金进行投资管理的专业化的加拿大养老基金投资公司，同时提高了缴费比例。

**图表 3: CPPIB 发展演进大事件**

1999/3	CPPIB 从资本市场获得第一笔资金—1210 万加元
2001/1	两年一度的公开会议首次在九个参与省份举行
2001/6	<b>CPPIB 董事会首次批准向私募市场投资 18 亿美元</b>
2002/8	世界银行表明 CPPIB 是独立于政府的公共养老金投资机构的典范
2003/2	CPPIB 董事会批准了关于代理投票原则和准则的政策，鼓励公司采取提高股东价值的做法。
2003/12	CPPIB 对基础设施基金的首笔承诺是同 Macquarie Essential 进行 1 亿美元的资产合作。
2005/2	允许如 CPPIB 类的加拿大投资者在其投资组合中持有 30% 以上的外国资产的财产规则被取消。
2006/4	<b>CPPIB 启动主动管理战略，按资产类别和地域进行分散投资。</b>
2008/2	CPPIB 在香港开启首个国际办事处。
2009/8	CPPIB 在巴西同一家 Cyrela 商业地产公司的合资企业进行了首次房地产投资。
2010/2	<b>CPPIB 首次进行公开市场投资交易。</b> 包括卡尔加里的某天然气勘探和开发公司在新能源方面的 3.5 亿美元私募。
2010/3	<b>CPPIB 完成了年度全球五大私募股权交易中的三项:</b> 21 亿美元收购 Macquarie 通信基础设施集团; 52 亿美元收购 IMS Health 和 TPG 资本; 同其他投资者收购 Skepe 的多数股权。

数据来源: CPPIB, 兴业证券经济与金融研究院整理

与别的金融机构不同，CPPIB 独立于政府，唯一的职责在于保证计划参与者回报持续最大化。与政府统一管理的传统基础养老方式不同，CPPIB 所管理的资产主要来自于参与者的缴款以及在此基础上产生的投资收益，而非纳税收入。根据 IMF 的研究，由于政府性基金机构对政府财政有较强依附性，其基金实体很容易因国家政策需要而被侵蚀，CPPIB 的管理独立于加拿大联邦政府，一定程度上能够保证计划参与者的利益，同时对于养老金的管理一直秉持着持续性和收益性并存的观念，取得高收益并非首要目标。

CPPIB 通过高度透明的方式运作，从而在独立性和问责制之间保持平衡，得以维持公众的信任。CPPIB 除了定期召开业绩发布交流会，还会举办多种宣传活动来提高公众对于 CPP 的认知程度。在信息可得性方面，从投资策略到具体的投资标的，在其官网都能找到信息，同时考虑到阅读者背景，CPPIB 在其发布的报告中还加上专业性名词解释，提高信息沟通效率。可以说在全球养老金管理机构中，CPPIB 的运营是最为透明的。

CPPIB 在成立初期以低成本的被动指数投资管理为主，但面临一系列全球政治、经济波动后，开始于 2006 年转向积极的主动投资策略。在此之后 10 年里，投资范围逐渐从公开市场向非公开市场拓展、从标准化产品向非标准化产品拓展，主动化管理的成本虽然高于被动投资，但为 CPPIB 带来了规模的快速扩张。

图表 4: CPPIB 投资战略演进情况

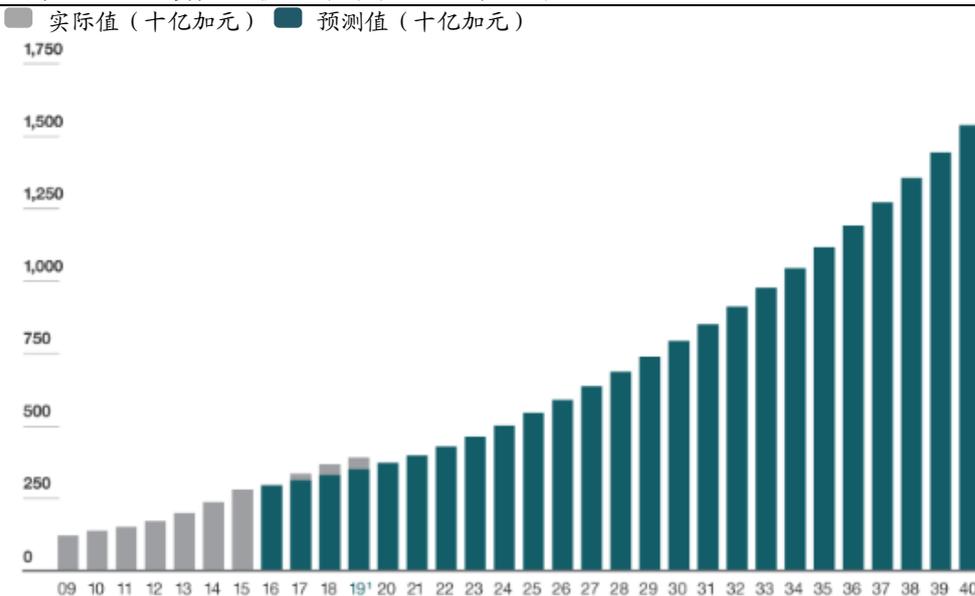
时间	演进情况
1999	通过反映股票市场指数的构成，首次在加拿大和外国公开市场投资股票
2001	启动私募基金和房地产投资项目，先期是通过外部基金，后来逐渐提高直接投资比重
2003	被动管理基于指数的股票投资组合
2004	开始对基础设施资产股权进行一定程度的积极投资，包括收费公路、供水设施以及发电和输电系统。
2005	由于政府取消了对非加拿大资产投资的所有法定限制，进一步扩大在全球发达经济体和新兴经济体的投资。稳步降低基金投资收益对加拿大经济和资本市场的依赖
2006	作出从主要基于指数的被动投资转向更积极的投资选择的战略决策
2007	持有 G7 国家的政府债券，有助于在不过度依赖或影响加拿大市场的情况下，保持权益投资和债务投资在总投资组合中的预期平衡
2009--2014	扩展到私人债务和商业抵押贷款投资、药品专利等知识产权领域、农业用地和其他自然资源投资领域
2014--2017	扩大由外部伙伴管理的公共市场战略的范围和规模；启动对拥有经验丰富的管理团队的运营公司的重大直接投资，以有效提升特定行业或地区的投资规模
2017--2018	在 C-26 法案通过后，开始对投资资产进行结构性调整，以更公平有效的适应“CPP 附加缴费”对未来投资资产的需要

数据来源：CPPIB annual report，兴业证券经济与金融研究院整理

## CPPIB 管理资产组合现状

### 管理规模稳定增长

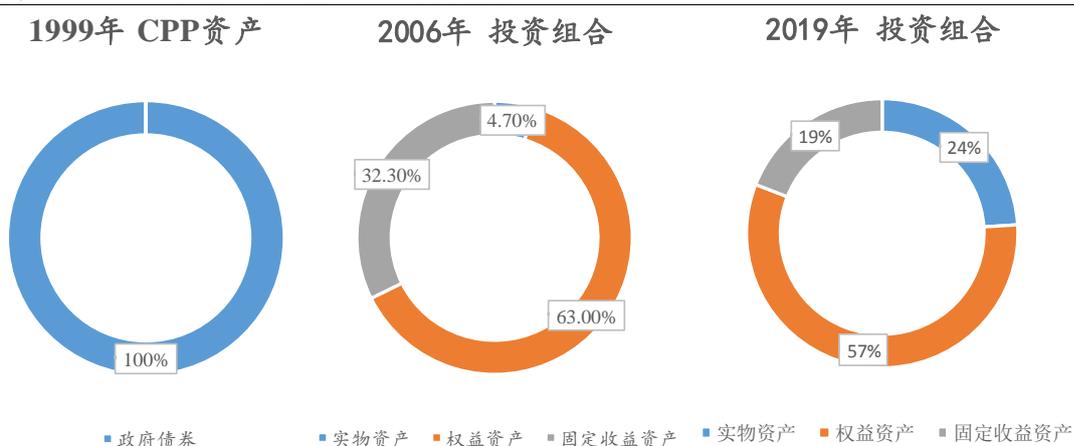
根据 2019 年 CPPIB 年报，截至 2019 年 3 月 31 日，CPPIB 管理组合达到 3920 亿加元，同比增长 8.9%。为了保证养老金规模能够满足市场需求，加拿大精算委员会每隔三年将对 CPP 未来 75 年的缴费率进行计算，通过考虑人口寿命、员工工资收入增长等多个因素来判断未来 75 年资产增长情况作为对 CPPIB 投资绩效的检验。根据最近一次测算，预计到 2030 年，CPPIB 的管理规模将达到 8000 亿加元，约为目前的 2.5 倍。

**图表 5: CPP 资产规模预计将于 2030 年达到 8000 亿加元**


数据来源: CPPIB annual report, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 权益类和实物类资产持仓持续上升

去过 10 年, CPPIB 一直尝试在总风险可控的情况下, 通过参考投资组合之外进行多元化投资, 从而获取长期且可靠的额外回报。1999 年, CPP 资产全部为政府债券, 到了 2006 年, 投资组合中权益资产占比高达 63%, 固定收益资产仅为 32.3%, 实物资产 4.7%; 到 2019 年, 固定收益资产占比进一步降低至 19.1%, 而实物资产占比大幅提高至 24.0%。

**图表 6: CPPIB 投资组合向多元化持仓演变**


数据来源: CPPIB annual report, 兴业证券经济与金融研究院整理

在 CPPIB 配置的全部资产中, 权益资产占比高达 57%、基础设施和房地产等实物资产合计占比 24%, 而债券投资比例为 22%。平均资产期限达到 8 年, 这样均

衡的资产配置结构较好地发挥了养老金资金期限长、多元化投资的独特优势，实现了在风险可控前提下的大化投资收益。

图表 7: 2019 财年实际资产配置比重

资产类别	投资额: 十亿加元	占比
<b>公开市场股权</b>	<b>130</b>	<b>33.20%</b>
加拿大	7.9	2%
海外发达	82.7	21.10%
新兴市场	39.4	10.10%
<b>私募股权</b>	<b>93.1</b>	<b>23.70%</b>
加拿大	1	0.20%
海外发达	80	20.40%
新兴市场	12.1	3.10%
<b>政府债券</b>	<b>86.1</b>	<b>22.00%</b>
不可交易债	22.2	5.70%
可交易债	63.9	16.30%
<b>信贷投资</b>	<b>35.8</b>	<b>9.10%</b>
<b>实物投资</b>	<b>94.1</b>	<b>24%</b>
房地产	47.5	12.10%
基础设施	33.3	8.50%
资源	8.2	2.10%
可再生能源	5.1	1.30%
<b>外部信贷</b>	<b>-30.9</b>	<b>-7.90%</b>
<b>现金及绝对收益策略调整项</b>	<b>-16.2</b>	<b>-4.10%</b>
<b>合计</b>	<b>392</b>	<b>100%</b>

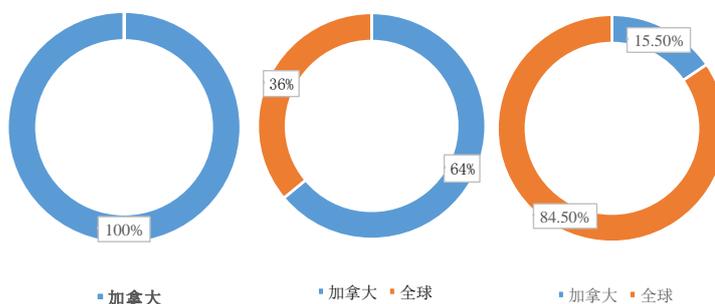
数据来源: CPPIB annual report, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 资产持仓区域走向全球配置, 发达市场占主导

目前 CPPIB 在全球 45 个国家和地区持有非上市投资项目, 与全球 219 个投资伙伴建立合作关系, 在多伦多、香港、伦敦、纽约、圣保罗等八个城市设有办事处和投资团队。然而 1999 年, CPP 资产中全部是加拿大资产, 随着投资全球化战略的实施以及对本国人口老龄化的认识, CPPIB 开始将投资范围向海外扩散, 2006 年海外资产占比已经达到 36%, 而到 2019 年, 加拿大资产占比仅为 15.5%, 其余 84.5% 的资产都在国外。全球化的资产配置策略能够使 CPPIB 在长期持有权益资产从而获得高额回报的同时, 也能够更好地在全球的不同市场分散系统性的风险。

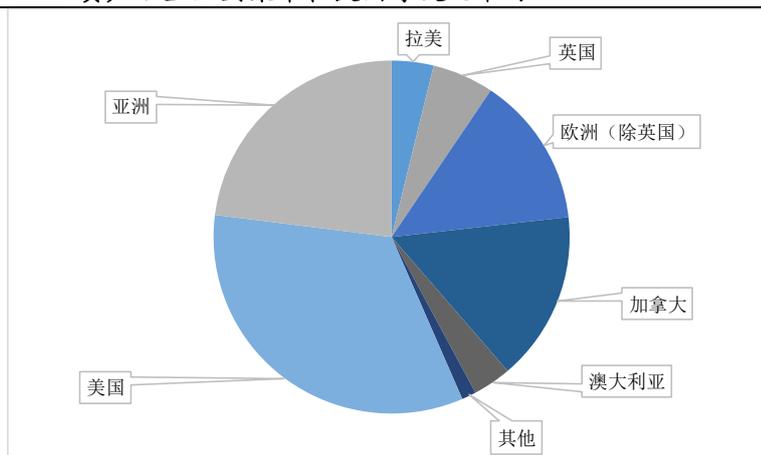
**图表 8: CPPIB 资产区域分布**

1999年 365亿加元    2006年 980亿加元    2019年 3920亿加元



数据来源: CPPIB annual report, 兴业证券经济与金融研究院整理

从地理区域来看, CPPIB 主要配置还是集中在美国、欧洲等发达市场, 配置占比超一半, 对于亚洲、拉美等新兴市场的配置占比约 24%。但根据 CPPIB 展望, 未来将加大对新兴市场投资, 到 2025 年在新兴市场投资规模占比将达到三分之一, 届时, 新兴市场预计将占全球 GDP 的 47%。

**图表 9: CPPIB 资产配置主要集中在美国等发达市场**


数据来源: CPPIB annual report, 兴业证券经济与金融研究院整理

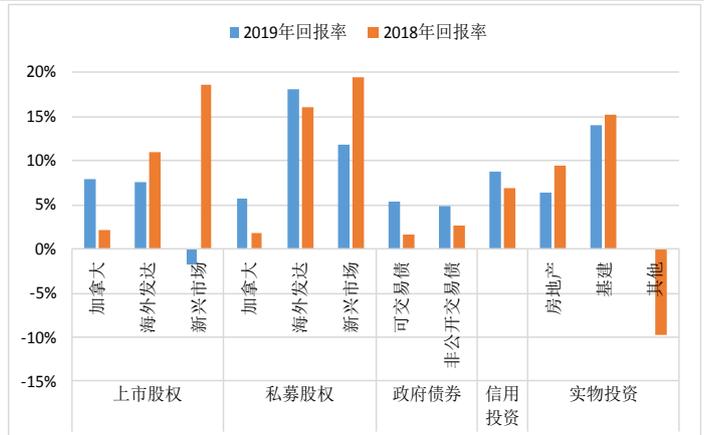
### 私募股权类投资是贡献收益的主要来源

自 2009 年起, CPPIB 通过投资获得 1520 亿加元净收益, 名义年化收益率约 11.1%, 剔除通胀后的实际收益率为 9.2%。2019 财年, CPPIB 增加了 32 亿加元的净投资收益, 总投资收益率为 8.9%, 与上一年相比有所下滑, 主要原因在于新兴市场表现不佳。从各类配置资产的情况来看, 私募股权类投资是贡献收益的主要来源, 其中海外发达市场回报率约 18%, 与去年较为接近, 而新兴市场约 12%, 同比下滑近 8 个百分点; 上市股票方面表现分化, 加拿大和海外发达市场股票投资回报约 8%, 新兴市场则收益为负, 同比下滑 20 个百分点。除权益类资产以外, 以房地产和基建为主的实物投资收益率分别在 6% 和 14% 左右, 固定收益类资产收益率约 5% 左右, 略有增长。

图 10: 2003-2019 CPPIB 投资组合年化收益率



图 11: CPPIB 近两年各类资产回报率



数据来源: CPPIB annual report, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 实物类投资中其他资产主要包括资源与农业等大宗商品

### 行业分布上, 对金融板块独有偏爱

从行业分布的角度来看, 不管是上市权益类资产, 还是私募股权市场, CPPIB 对于金融行业的偏好程度较高, 其中对金融上市股权持仓约 25%, 而对金融私募股权持仓高达 40%。此外, 上市与非上市资产配置差别较大的行业是能源板块, 能源类上市股权持仓约 3.5%, 排名倒数第三, 而在私募股权的配置中高达 16.3%, 仅次于金融。分析其背后原因, 我们发现 CPPIB 更偏好于风电、水电等可再生能源, 而此类新能源企业上市的较少, 目前公开市场仍以火电、石化等传统能源类企业为主。

图 12: CPPIB 上市股权市场行业持仓情况

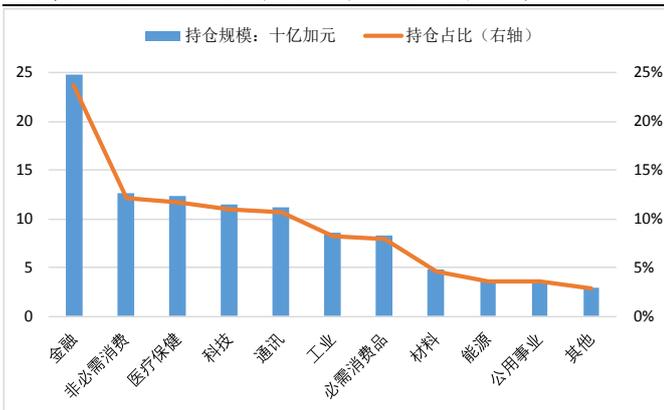
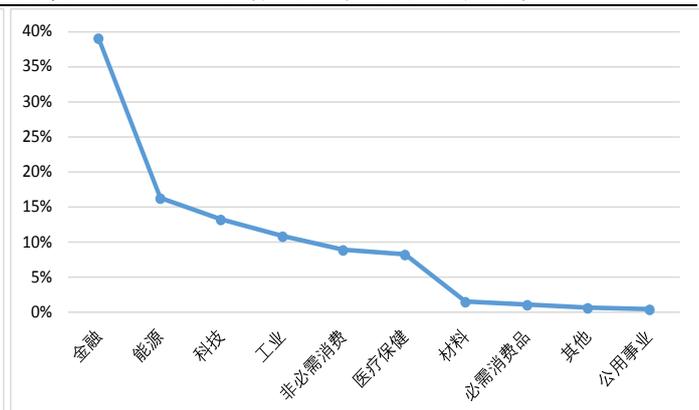


图 13: CPPIB 私募股权市场行业持仓情况



数据来源: CPPIB, 兴业证券经济与金融研究院整理

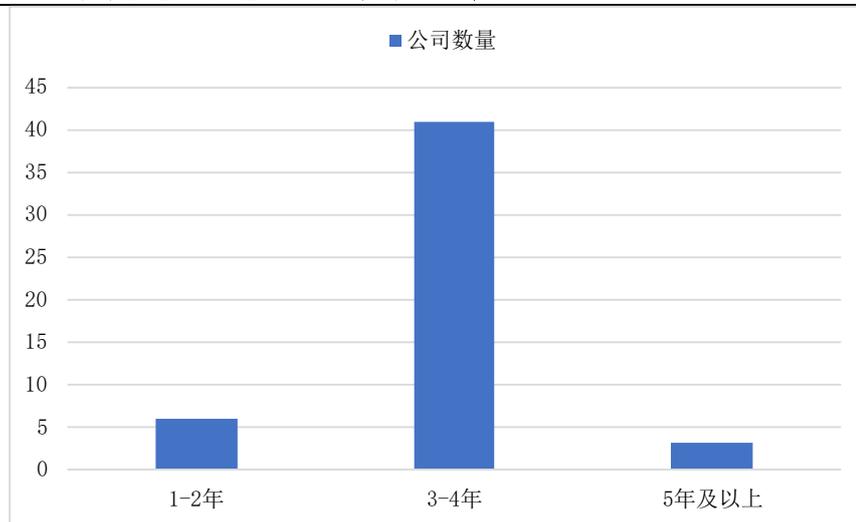
## CPPIB 重仓股特征几何？

CPPIB 的公开市场股票持仓中，近 85% 的占比配置在海外市场，因此我们选取海外持仓市值排名前 50 的重仓股来对 CPPIB 的投资行为更深入的研究。具体重仓股名单详见文末附录。

### 持仓时间：90% 的公司持有 3 年以上，符合 CPPIB 长期资金理念

根据 CPPIB 最新的 2019 财年持仓情况，前 50 大市值的海外重仓股持仓时间平均约 3.1 年，其中 44 支股票持有时间在 3 年以上，CPPIB 对腾讯控股的持仓在重仓股中最久，已超 10 年。

图表 14：海外重仓股持仓时间分布情况 单位：家

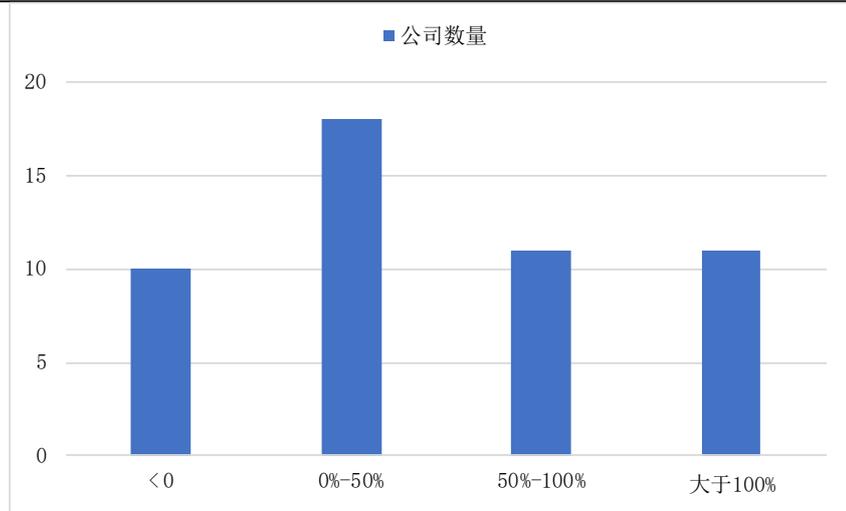


数据来源：CPPIB，兴业证券经济与金融研究院整理

### 投资收益：平均超额收益率约 120%，投资腾讯获得 30 倍超额收益

重仓股在持有期间超额收益率表现良好，平均超额收益率高达 120%，其中腾讯控股为 CPPIB 带来超过 30 倍的超额收益，而剔除腾讯后整体持仓超额收益率接近 60%，仍处于较高水平。具体来看，超额收益率大于 100%、50%~100%、0~50%、小于 0 的公司数量分别为 11、11、18、10。持有期间超额收益率最高的前五大个股（按超额收益率由高到低）分别为：腾讯控股（3084.5%），IAC（324.5%），Live Nation Entertainment（280.1%），科塔克-马亨德拉银行（262.3%），法拉利（227.6%）。

图表 15: 持有期间超额收益率分布情况 单位: 家

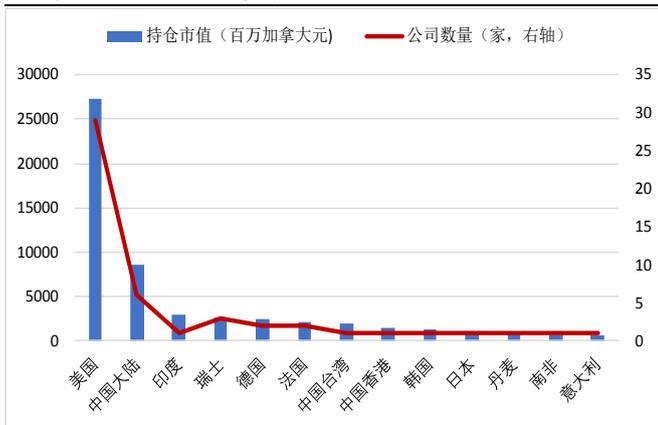


数据来源: CPIPE, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 行业配置: 美股持仓过半, 板块配置均衡

在区域配置方面, 海外重仓股配置比例最高的前五大地区(根据市值由高到低)为: 美国(50.9%), 中国大陆(16.1%), 印度(5.5%), 瑞士(4.8%), 法国(4.5%); 在板块配置方面, 重仓股相对于前文所有持仓来看更加均衡, 配置的行业(根据市值由高到低)为: 金融(19.9%), 科技(17.5%), 医疗保健(16%), 通讯(15.6%), 非必需消费(11.3%), 必需消费(10.3%), 工业(4.4%), 公用事业(3.8%), 材料(1.2%)。

图表 16: 重仓股中半数均为美股



图表 17: 重仓股的板块配置相对于整体持仓更均衡



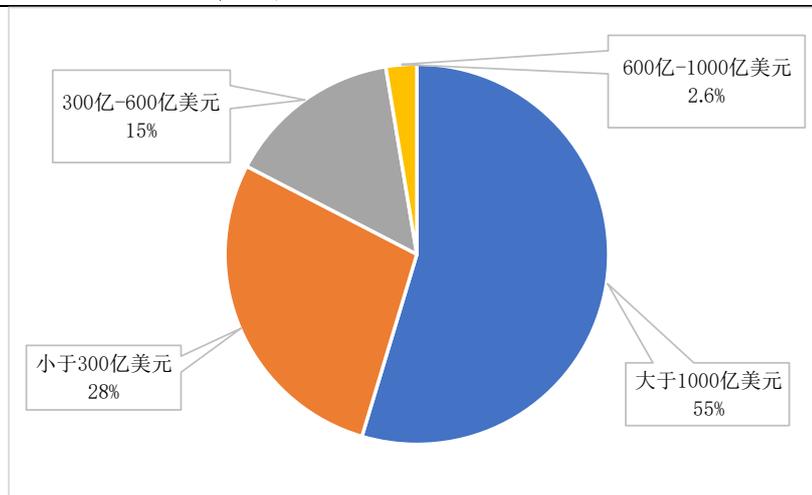
数据来源: CPIPE, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 市值分布: CPIPE 偏好大市值个股, 55%的持仓集中于千亿市值公司

从 CPIPE 重仓的公司来看, 平均市值近 1600 亿美元, 其中总市值大于 1000 亿美

元、600至1000亿美元，300至600亿美元，小于等于300亿美元的个股数量分别为15、2、7、16，55%的持仓集中于千亿市值公司，与其资金体量相符。

图表 18: CPPIB 偏好大市值个股

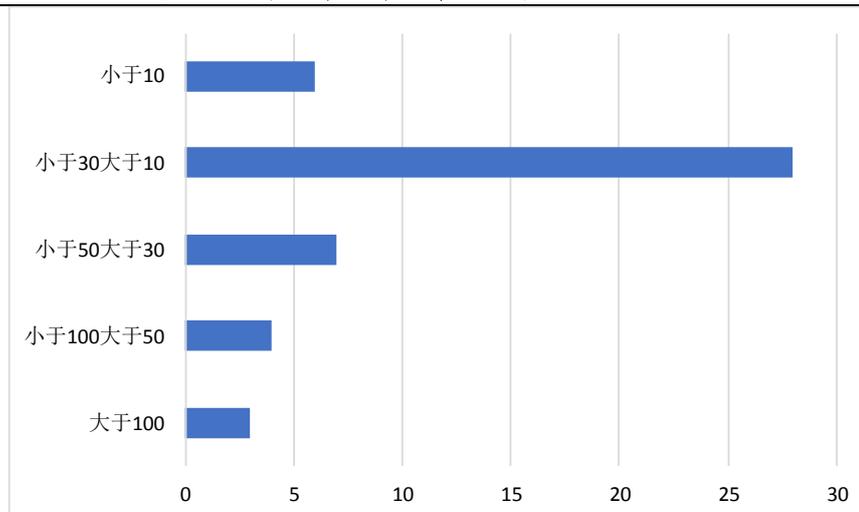


数据来源：CPPIB，兴业证券经济与金融研究院整理

### 估值情况：70%持仓公司的市盈率低于30倍

从重仓股的估值分布来看，CPPIB 总体还是偏好较低估值的个股，70%的公司估值低于30倍。其中，市盈率五个区间：大于100、小于100大于50、小于50大于30、小于30大于10、小于10，公司数量分别为3、4、7、28和6，重仓公司估值主要集中在10倍与30倍之间。

图表 19: CPPIB 重仓股的市盈率分布 单位：家



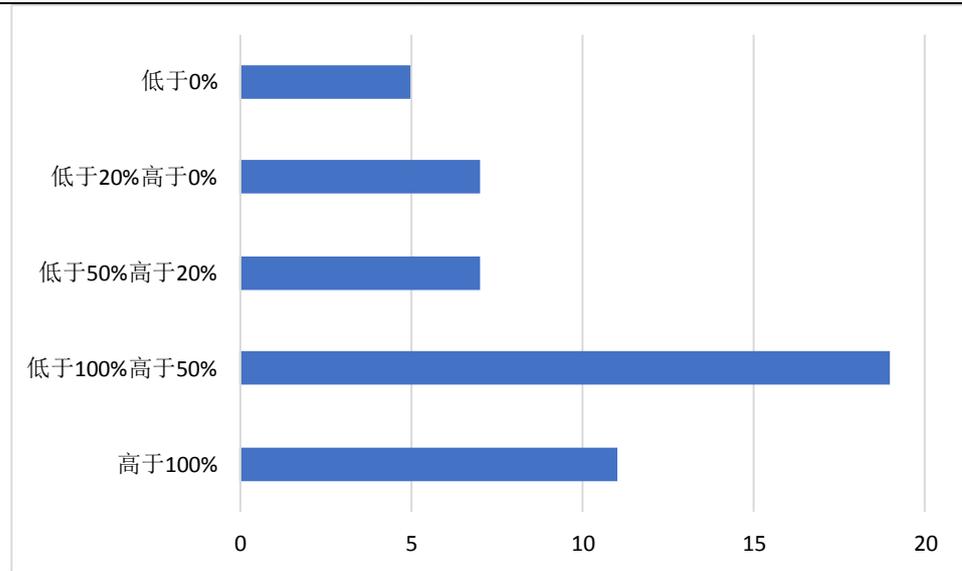
数据来源：CPPIB，兴业证券经济与金融研究院整理

注：PE 截取时点为 2018/12/31

### 业绩增速：超 60% 公司近三年业绩复合增速高于 50%

剔除 1 家未找到数据的公司，我们对剩下 49 家重仓公司 2016-2018 三年期间的业绩增速进行处理，平均复合增速超过 50% 的数量有 30 家，占比超 60%。具体来看五个区间：业绩增速高于 100%、低于 100% 高于 50%、低于 50% 高于 20%、低于 20% 高于 0%，低于 0%，公司数量分别为 11、19、7、7、5。结合 70% 公司估值低于 30 倍的情况来看，CPPIB 选择的公司大部分都符合高增速、低估值的特征。

图表 20：近三年 CPPIB 重仓股业绩增速分布 单位：家



数据来源：CPPIB，兴业证券经济与金融研究院整理

### 中国企业：新兴市场中占主导，板块偏好可选消费

CPPIB 公开市场投资的持股名单中共有 1262 家中国企业，持仓市值约 280 亿加元，在新兴市场持仓占比近 70%。我们对其中市值排名前 50 位的进行分析，前 50 大重仓股持有市值约 126.5 亿加元，占比接近 50%。

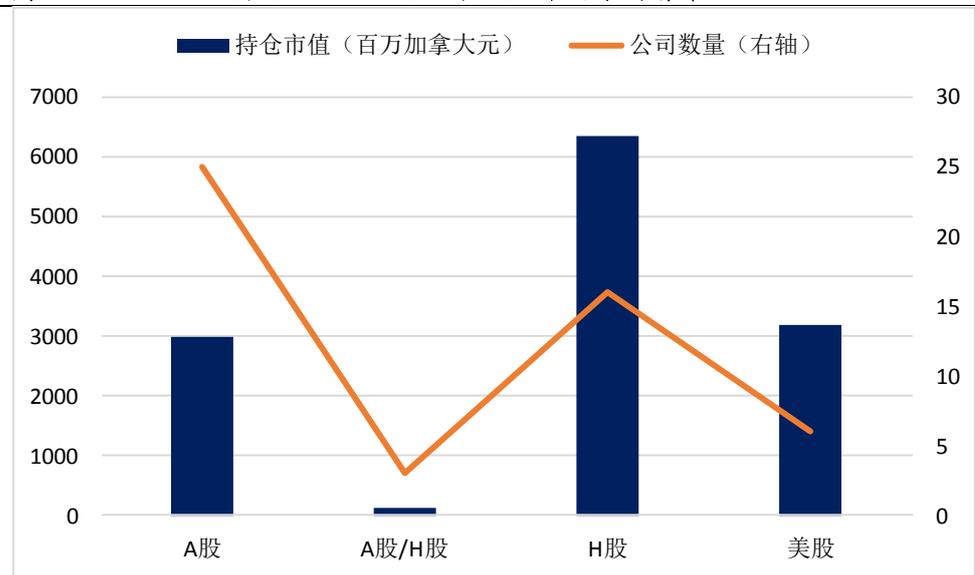
图表 21: CPPIB 持仓中市值排名前 10 大 A 股

证券	证券代码	行业	持仓量(千)	持仓市值 (百万加拿大元)
美的集团	000333.SZ	家用电器	130646	1266
中国平安	601318.SH	非银金融	22055	338
中国国旅	601888.SH	休闲服务	17530	244
贵州茅台	600519.SH	食品饮料	1224	208
宇通客车	600066.SH	汽车	59096	158
大族激光	002008.SZ	电子	12563	105
五粮液	000858.SZ	食品饮料	5579	105
农业银行	601288.SH	银行	90934	67
宁德时代	300750.SZ	电气设备	3512	59
长江电力	600900.SH	公用事业	15378	52

数据来源: CPPIB, 兴业证券经济与金融研究院整理

对中国企业的投资分别通过 A 股、港股和美股市场持有: 持有 A 股的公司数量 25 家、其次 H 股 16 家, 美股 6 家, 其中工商银行、中国中车、中国石化在 A 股和 H 股市场共同持有; 但持仓市值角度, H 股市值约 63 亿、美股 32 亿, 而 A 股仅不到 30 亿, 与 A 股市场的体量相差甚大。我们猜测 CPPIB 未来将大概率增加对 A 股市场的投资, 尤其增加对已投公司的份额。

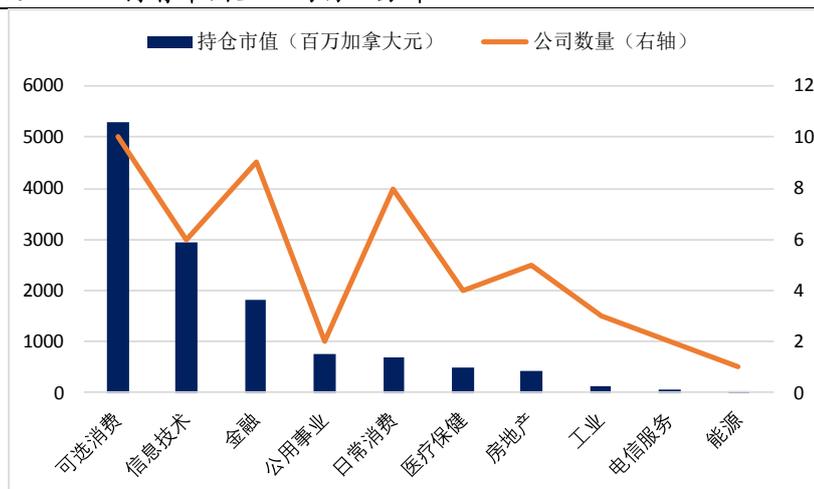
图表 22: CPPIB 主要通过 A 股、港股和美股市场来持有中国企业



数据来源: CPPIB, 兴业证券经济与金融研究院整理

从行业角度来看, CPPIB 对可选消费、信息技术以及金融板块最为偏好。与前文提到的重仓股情况相比, CPPIB 对可选消费行业的中国企业偏好更为明显。

图表 23: CPPIB 持有中国企业的行业分布

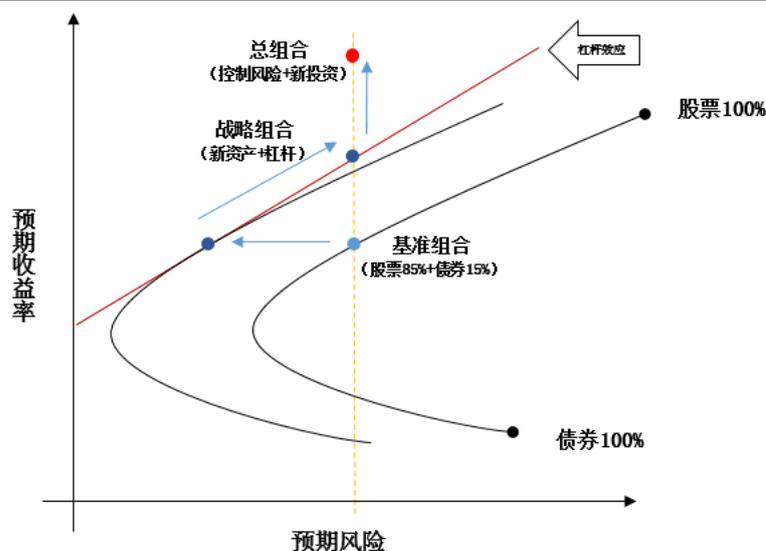


数据来源: CPPIB, 兴业证券经济与金融研究院整理

## CPPIB 投资策略: 四大组合+三大收益来源

CPPIB 在投资管理上没有投资要求, 也没有设置区域、经济、发展以及社会等方面的目标, 唯一的目的是利用长期资金等优势获得高于被动投资实现的收益, 来维持 CPP 的正常运营。为了平衡风险与收益最大化之间的冲突, CPPIB 构建出由基准组合、战略投资组合、目标组合、总组合四个部分组成的“总投资组合框架”。其中基准组合来决定风险偏好以及考核标准, 战略投资组合和目标组合共同决定目标资产配置比例, 总投资组合则负责风险管理。

图表 24: CPPIB 投资策略图解

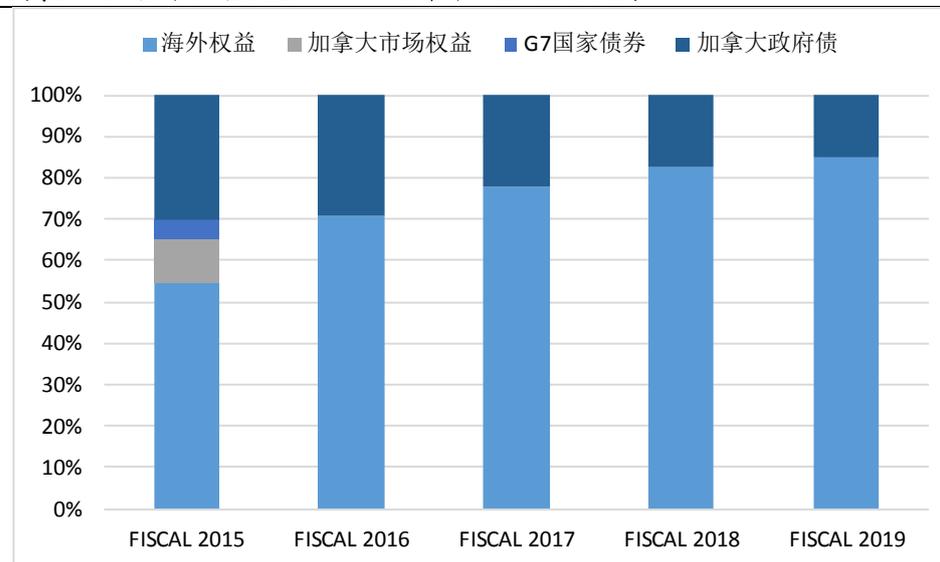


数据来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

## 基准组合——决定风险偏好

**CPPIB 认为投资组合需要具备一个合适的风险水平来满足 CPP 持续经营所需的收益率。**过低的风险偏好，例如由 40% 全球上市股票和 60% 加拿大政府名义债券组成的投资组合的风险水平最终将无法维持 CPP 未来的资金偿付。CPPIB 每 3 年会根据自身资金情况、资本市场以及经济等情况对基准组合做出调整，从 2015 年以来，基准组合开始向权益资产倾斜，一定程度上反映了管理层风险偏好的提升。CPPIB 将在 2019 年采用 85% 全球权益资产（标普全球大中盘股票指数）和 15% 加拿大政府债券（富时 TMX 债券指数）所形成的被动资产组合来衡量其投资风险，以实质性增加投资的长期收益。

图表 25: 基准组合反应 CPPIB 近年来风险偏好较高



数据来源：CPPIB2018 annual report，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2018 财年，参考投资组合权重从年初 80% 股权/20% 债券，线性增长至年末的 85%/15%，即年内平均权重为 82.5%/17.5%。

**与其他养老金或投资组合不同，投资收益对 CPPIB 未来福利偿付的影响较低，致使其具备相当的风险容忍度。**在一个长期角度的测算下，CPP 的缴款占未来需要支付的福利金总额中的比例约 65-70%，而投资收益则占剩余的 30-35%。也就是说，在维持未来的基本持续生产计划收益方面，贡献将几乎是投资回报额的两倍。这不同于大多数资金充足的固定福利养老金计划，这些以及额外的持续生产计划会更依赖于投资回报，来为更大份额的长期利益提供资金。因此，CPP 基金在这一投资组合下比在固定福利养老金计划下更能承担风险，抵御投资损失。

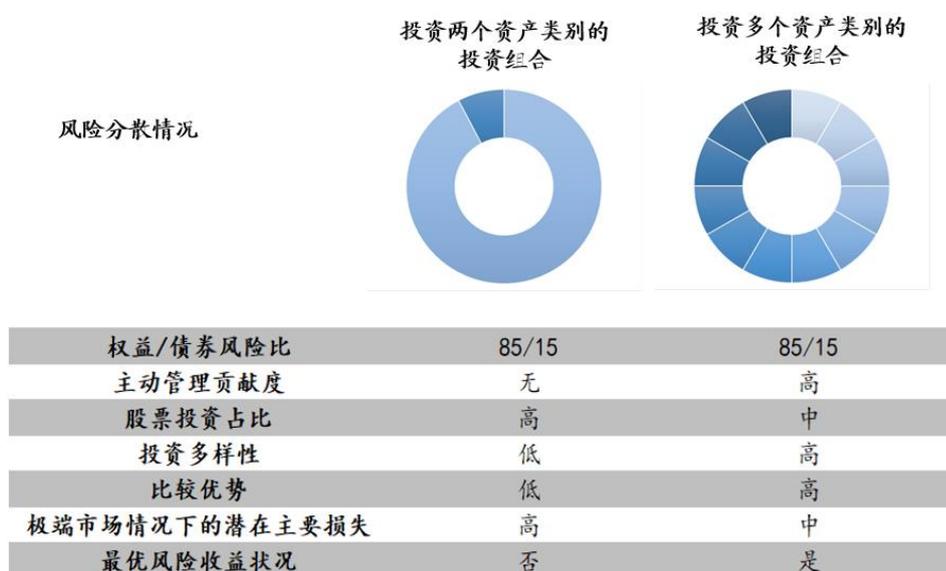
**较高的风险偏好并不代表愿意承担非必要的风险，CPPIB 会通过配置海外市场来分散本国的风险敞口。**对于 CPPIB 而言，在全球资本市场占比不足 3% 的加拿大市场体量过小，投资的机会是有限的。如果将全部资产配置在加拿大市场，收益将无法满 足 CPP 的持续运营。同时，CPP 基金的负债端在加拿大的风险敞口过大，

那么一些不利的影响因素，例如生育率，人口寿命，人口结构等，也会对 CPP 基金资产端的投资收益同样具有不利影响。因而，通过全球市场分散投资，也能够有效的对冲 CPP 基金在加拿大的风险敞口。

### 战略组合——既定风险下的收益最大化

基准组合中 85% 的权益资产与 15% 的债权资产会使风险敞口过于单一，也就是说投资组合的下行风险几乎完全由全球公开股票市场的风险主导，因此仅持有 85% 的股权并非是明智之举。因此，CPPIB 通过多样化投资标的，混合各种投资策略，来建立一个与基准组合风险相似的投资组合，即为战略组合，本质上利用夏普理论（Sharpe Ratio）来获得特定风险下的最大收益。

图表 26: 战略组合在基准组合决定的风险水平下，通过分散投资将收益率最大化



数据来源：CPPIB annual report，兴业证券经济与金融研究院整理

具体操作上，以基准组合为起点，增加两个收入稳定增长的主要资产类别（房地产、基础设施），进一步降低相关性来减少组合投资风险。其次，将上市公司股权替换部分为私募股权、以高收益的公共和私人债权信用取代部分政府债券、提高对新兴市场资产的配置占比等措施将带来 Alpha 收益。此外，CPPIB 还通过发行中短期债券和使用衍生品来利用有限的杠杆，在目标总体风险下实现最大化货币的回报潜力。

CPPIB 将持有 5 年以上期限的资产组合作为战略组合，并按照 6 类资产和 3 个区域的比例来配置。

图表 27: 目标资产配置比重 (战略投资组合)

资产类别	权重	地理区域	权重
上市权益	26%	加拿大	11%
非上市权益	20%	国外发达市场	56%
公开交易的固收类资产 (高收益政府债券)	27%	新兴市场	33%
信用投资(私募债以及高收益政府债券之外的公开交易的固收类资产)	13%		
实物资产	34%		
现金和绝对收益资产组合	-20%		
	100%		100%

数据来源: CPPIB annual report, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: \*为杠杆投资

### 目标组合——管理实际投资中投资权重和风险敞口变化

尽管战略组合已制定了长期投资计划,但在实际的投资过程中, CPPIB 还必须考虑到每个投资部门和集团的实际业务和投资计划。另外,随着投资的买入、卖出和重新定价,投资组合的价值会出现变动,导致其持仓的权重和风险溢价等因素也不可避免地会发生变化。因此, CPPIB 通过目标组合来管理这些变化引起的与战略组合之间的偏差。目标投资组合能够帮助 CPPIB 实现对整个投资组合的配置平衡,并使其能够将可用资源引导到能获得长期机会的最佳领域。

为了有效地管理投资组合, CPPIB 将目标组合分为两个部分: 主动投资组合和平衡投资组合。前者主要指各部门主动配置的资产组合; 而后者指全部资产的剩余部分,全部由可公开交易的股票资产组成。目标投资组合使用与战略投资组合相同的六个资产类别和三个地理区域,规定了每年每个资产类别和地理区域的百分比权重允许范围。在已知主动投资组合的风险敞口下, CPPIB 可以调整平衡投资组合,以维持整个投资组合当前应承担的风险以及相应收益目标。这也是为什么 CPPIB 认为其投资组合所含的非正常损失是非常具体 (specific) 的。

### 总投资组合——通过风险因子管理总风险敞口

CPPIB 认为,仅从资产本身分类而言并不能充分表现每一类别资产的多样性,例如,房地产和基础设施投资等不动产除了具有自身的特定属性外,还具有股票和固定收益的特性; 私人和公共投资可能从根本看起来很相似,但它们的流动性却非常不同,并且其背后的杠杆经常也是不同的; 债券具有不同的期限和信用风险; 而股票在不同国家、行业或是杠杆等方面风险敞口方面也各不相同。因此 CPPIB 需要有统一的因素来衡量整个组合的风险情况,这也是总投资组合的重要

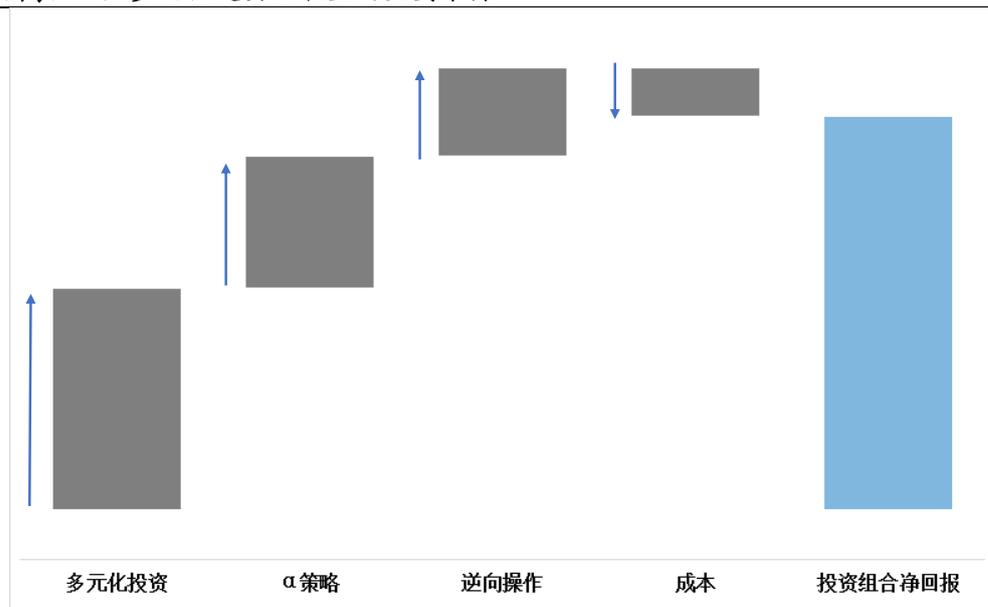
作用。

在总组合的风险管理模型中，CPPIB 设定了 8 项关键因素，包括股票市场变动、利率、政府债券利差、政府债券信用利差、私有和实物资产特征、国家和地区影响、残差波动率和相关性以及流动性。通过建模这些关键因素对每个投资项目的影 响，CPPIB 不仅可以控制每个因素应当承担的风险敞口大小，还能分析新投资会对整个组合带来的风险影响。随着价格和投资价值的变化，总投资组合能够帮助 CPPIB 重新平衡投资组合，避免出现意外的风险敞口，例如防止类似股票的风险通过其他资产类别累积到投资组合中。

### CPPIB 投资收益主要来自于多元化投资、 $\alpha$ 策略以及逆向操作

长期以来，CPPIB 凭借专业化的投资管理和风险控制获得了高于基准的超额收益，实现了基金的稳健增值。其优异表现的来源主要包括三个方面：多元化投资、 $\alpha$  策略以及逆向操作，其中多元化投资是贡献收益的主要来源。

图表 28: 多元化是贡献收益的主要来源



数据来源：CPPIB2018 annual report，兴业证券经济与金融研究院整理

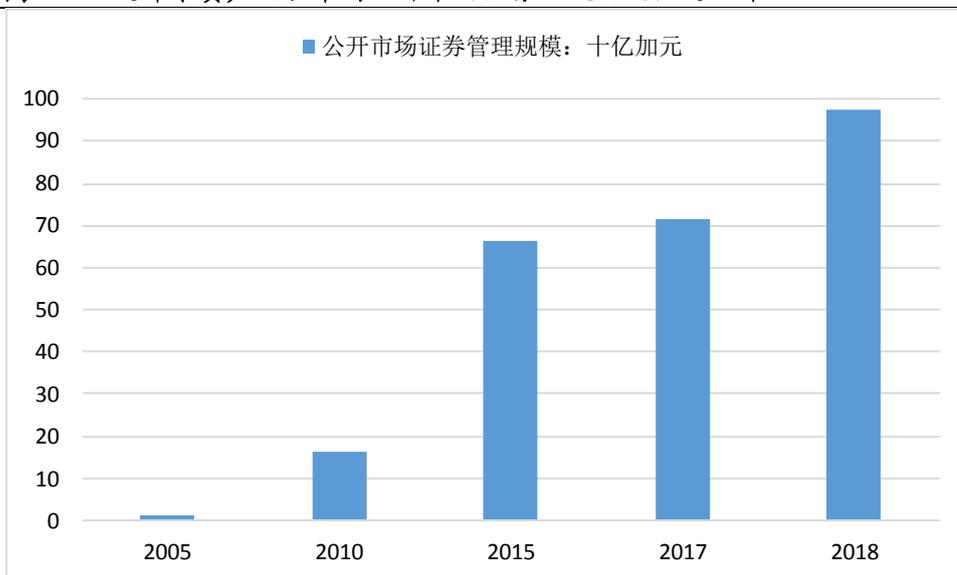
#### ● 多元化投资

多元化投资策略是长期超额回报的最稳定来源，利用夏普理论通过跨资产类别和跨市场的决策方式，降低组合收益相关系数，即在不增加总体风险的情况下，来获得超额收益。CPPIB 借助全球不同地区市场组建的 25 个的投资团队的力量进行全球化资产配置，从而有效地对冲系统性风险。在当前全球流动性趋紧、经济增长动能下降带来了隐患的不确定环境下，多样化的投资是一项关键的防御措施。

具体来看，CPPIB 在全球市场主要进行三类投资：

1) 公开市场证券。CPPIB 通过全球上市公司的股权和债权投资从全球经济增长中获利，同时还借此分散风险并维持必要的流动性。公开市场策略下，CPPIB 采用多头头寸与空头头寸两边下注，从而平衡风险。

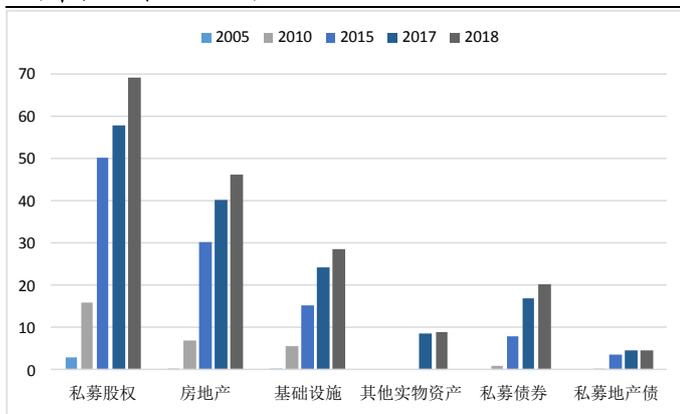
图表 29：近年来资产组合中的公开市场证券规模出现快速上升



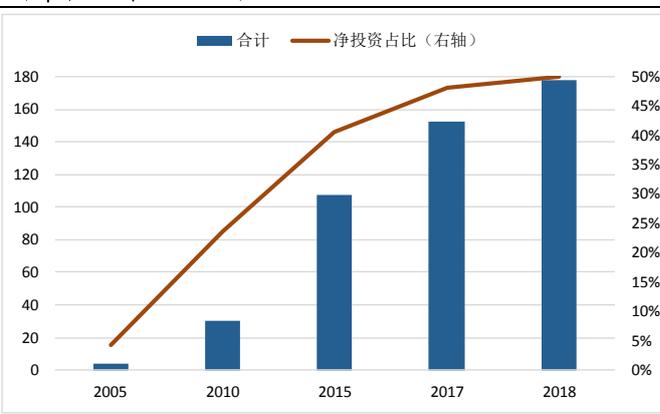
数据来源：CPPIB2018 annual report，兴业证券经济与金融研究院整理

第二，非上市资产投资。CPPIB 通过合作伙伴等关系，大量投资一些非上市的股票和债券。这些投资以与上市公司的方式，从标的公司的基本盈利中获得回报，同时还能获得流动性溢价，这使得非上市股权为 CPPIB 带来相较于公开市场投资更多的超额收益。

图表 30：CPPIB 对非上市资产持仓情况  
(单位：十亿加元)



图表 31：非上市资产规模及其占比快速上市  
(单位：十亿加元)



数据来源：CPPIB annual report，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2019 年数据未公布

第三，实物资产投资。包括对房地产、基础设施、可再生能源和自然资源的投资。CPPIB 主要通过权益和债务两种形式，借助私人合伙人或其他实体来进行实物资产投资。

#### ● $\alpha$ 策略

CPPIB 通过具有洞察力的内外部专家来获取  $\alpha$  回报，从而在保持一定不变的系统风险下，获取最大的回报。为了稳定整体业绩，CPPIB 将投资选择分散到不同集团管理的 25 个项目中。具体主要通过以下几种方式：

- 1) 充分利用那些只针对投资规模大、投资方式复杂的机构投资者的特殊投资机会，例如一些私募股权、委托贷款、基础设施、房地产和自然资源等的全球交易。
- 2) 非公开市场上，利用多个专业领域团队联合分析投资。例如，CPPIB 的定量股权团队拥有世界级的分析和建模能力，而私募股权团队和房地产投资团队的专业人才有能力和关系良好的外部合作伙伴平等参与共同投资等。
- 3) 长期价值投资，CPPIB 致力于挑选一些价格被明显低估，而通过长期持有可以获益的资产。
- 4) 主题投资，通过专业化的团队预测长期趋势下的变化，这些变化直接或间接地将对某一特定公司部门的增长、盈利和股价产生重大影响，例如人口变化的趋势，以及替代能源的发展。

为获得  $\alpha$  收益，CPPIB 会在全世界挑选合适的外部合作伙伴，目前外部合作伙伴既包括领先的投资公司，如高瓴资本，也包括实业企业，如现代物流公司普洛斯公司和嘉民集团、房地产公司凯德集团。但投资选择的高度竞争性会加大寻找有吸引力标的的难度，所以说， $\alpha$  策略带来的长期超额回报不及由多样化投资获得回报的方式丰厚可靠。

图表 32: CPPIB 部分区域合作伙伴及其简介

部分地区合作伙伴	公司简介
高瓴资本集团	亚洲地区资产管理规模最大的投资基金之一；全球领先的投资管理公司，致力于全球范围内的长期基础性股权投资
普洛斯公司	中国、日本及巴西等国家现代物流设施的领先供应商
嘉民集团	澳大利亚最大的工业房地产投资信托公司之一；全球最大的工业地产基金管理人之一
凯德集团	亚洲规模最大的房地产集团之一
霸菱亚洲集团	亚洲成立最早、规模最大的独立私募股权投资公司之一

数据来源：CPPIB，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 逆向操作

当市场表现与长期的基本面发生背离时，CPPIB 会考虑适度的反向操作，尽管可能会背离当时的市场趋势。对于 CPPIB 来说，是否进行逆向操作取决于两个核心因素：1) 该项投资的中期回报率是可测算的；2) 更关心潜在风险，而非价值回归的时间期限。逆向操作带来的收益远低于前两项，但会在必要时刻一定程度上对资产价值进行保护。

## CPPIB 区别于其他养老金的优势

长期化、规模化以及专家资源等许多比较优势不断提升 CPPIB 的全球竞争力，并以最大限度地提高长期基金回报。

### 利用长期、规模化资金优势获得丰厚的投资溢价

由于 CPPIB 必须为加拿大人及其后代负责，因此在投资期限上要比大多数投资机构长的多，这也使其对短期波动的容忍程度高得多，长期资金的优势能够为 CPPIB 带来丰厚的流动性补偿。此外作为全球最大的养老金机构之一，CPPIB 具备雄厚的资金实力，在全球市场上获得其他机构无法竞争的机会，例如争取到大量非公开市场的重大投资项目。

### 保证投资的确定性，现金流可测

CPPIB 管理的资产组合在很大程度上是可预测的，现金流模式相当稳定。根据目前测算，CPP 基金投资组合所产生的年收入将远远超过支付福利养老金所需的金额。这种资产和现金流的确定性使得 CPPIB 可以在重大交易中作为长期投资项目的合作伙伴，基本不存在流动性危机。

### 搭建内部专业团队，积极寻找外部合作伙伴

CPPIB 打造了一支由来自八大金融中心的专家组成的全球领先投资团队，运用他们的技能构建主动投资组合。此外 CPPIB 还致力于与高瓴资本集团、凯德集团等卓越的外部伙伴进行合作，不仅为了获得研究成果、资管服务，更能够在开放程度较低的市场，比如新兴市场获得重要投资机会。2018 年，CPPIB 投资资产中合伙型产业投资基金的资产规模达到 69 亿加元。

### 完善投资框架，严控资产损失风险

CPPIB 自 2006 年从被动管理转向主动管理后，创造性的建立了由基准组合、战略组合、目标组合以及总组合形成的“总投资框架”，深入研究了构成每种资产类别、策略和投资类型背后的风险因素。在深入理解和量化不同投资项目的回报/风险特征下，CPPIB 能够更准确地实现符合目标总体风险和收益的首选组合。事实证明，CPPIB 的主动管理是卓有成效的。在过去 10 年，主动管理模式使 CPP 资产累计增加了 171 亿美元。由此可见，主动管理模式给 CPPIB 带来了显著且持久的价值构建增长。

## 附录：CPPIB 部分持仓情况

图表 33: CPPIB 持仓前 50 的中国企业列表

证券	证券代码	上市地	A 股/H 股/ 美股	持仓量 (千)	持仓市值(百 万加拿大元)
腾讯控股	0700.HK	香港联交所	H 股	44238	2718
阿里巴巴存托 凭证	BABA.N	纽约证券交易所	美股	11096	2705
美的集团	000333.SZ	深圳证券交易所	A 股	130646	1266
中国燃气	0384.HK	香港联交所	H 股	151994	714
邮储银行	1658.HK	香港联交所	H 股	817090	624
中国平安	2318.HK	香港联交所	H 股	40468	605
美团点评	3690.HK	香港联交所	H 股	58323	525
中国平安	601318.SH	上海证券交易所	A 股	22055	338
中国海外发展	0688.HK	香港联交所	H 股	63063	320
华润啤酒	0291.HK	香港联交所	H 股	48036	270
中国国旅	601888.SH	上海证券交易所	A 股	17530	244
平安好医生	1833.HK	香港联交所	H 股	29214	220
贵州茅台	600519.SH	上海证券交易所	A 股	1224	208
百济神州存托 凭证	BGNE.O	纳斯达克	美股	1082	191
宇通客车	600066.SH	上海证券交易所	A 股	59096	158
京东存托凭证	JD.O	纳斯达克	美股	3841	155
大族激光	002008.SZ	深圳证券交易所	A 股	12563	105
五粮液	000858.SZ	深圳证券交易所	A 股	5579	105
携程网存托凭 证	CTRP.O	纳斯达克	美股	1587	93
信达生物-B	1801.HK	香港联交所	H 股	14296	70
农业银行	601288.SH	上海证券交易所	A 股	90934	67
BRILLIANCE CHI	1114.HK	香港联交所	H 股	49253	65
工商银行	601398.SH/1398.HK	上海证券交易所/ 香港联交所	A 股/H 股	55293	61
宁德时代	300750.SZ	深圳证券交易所	A 股	3512	59
长江电力	600900.SH	上海证券交易所	A 股	15378	52
吉利汽车	0175.HK	香港联交所	H 股	19906	51
中国移动	0941.HK	香港联交所	H 股	3582	49
海康威视	002415.SZ	深圳证券交易所	A 股	6578	46
中国银行	3988.HK	香港联交所	H 股	55772	42
中国中车	601766.SH/1766.HK	上海证券交易所/ 香港联交所	A 股/H 股	17924	32
上汽集团	600104.SH	上海证券交易所	A 股	6237	32
爱奇艺存托凭 证	IQ.O	纳斯达克	美股	935	30
百度存托凭证	BIDU.O	纳斯达克	美股	125	28
顺鑫农业	000860.SZ	深圳证券交易所	A 股	2335	28
融创中国	1918.HK	香港联交所	H 股	4149	28
中国石化	600028.SH/0386.HK	上海证券交易所/ 香港联交所	A 股/H 股	23341	27
国泰君安	601211.SH	上海证券交易所	A 股	6691	27

华泰证券	6886.HK	香港联交所	H 股	5624	25
中国联通	600050.SH	上海证券交易所	A 股	18096	24
泰格医药	300347.SZ	深圳证券交易所	A 股	1800	24
浦发银行	600000.SH	上海证券交易所	A 股	10723	24
中国建筑	601668.SH	上海证券交易所	A 股	18754	23
海天味业	603288.SH	上海证券交易所	A 股	1360	23
洋河股份	002304.SZ	深圳证券交易所	A 股	894	23
金科股份	000656.SZ	深圳证券交易所	A 股	15344	22
古井贡酒	000596.SZ	深圳证券交易所	A 股	965	21
汤臣倍健	300146.SZ	深圳证券交易所	A 股	4530	21
中国恒大	3333.HK	香港联交所	H 股	4705	21
招商蛇口	001979.SZ	深圳证券交易所	A 股	4620	21
广联达	002410.SZ	深圳证券交易所	A 股	3474	21

数据来源：CPPIB 2019 annual report，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 34: CPPIB 持仓市值排名前 50 的海外上市企业列表

证券	国家	持仓量(千)	持仓市值(百万加拿大元)
科塔克-马亨德拉银行	印度	115164	2964
腾讯控股	中国	44238	2718
阿里巴巴存托凭证	中国	11096	2705
Alphabet A 级股票	美国	1547	2432
台湾积体电路制造股份有限公司	中国台湾	179370	1909
Facebook	美国	7256	1616
IHS Markit	美国	21982	1597
友邦保险集团	中国香港	115079	1531
欧葆庭集团	法国	9374	1505
万事达信用卡公司	美国	4416	1389
意昂集团	德国	87575	1302
美的集团	中国	130646	1266
三星电子	韩国	23755	1248
联合健康集团	美国	3666	1211
昆泰医药	美国	5978	1149
思爱普	德国	7363	1138
IAC	美国	4027	1130
保洁	美国	7967	1107
雀巢	美国	8227	1047
强生	美国	5367	1002
软银集团	日本	7000	908
联合太平洋公司	美国	4055	906
恩斯塔集团	美国	3841	893
Live Nation Entertainment	美国	10196	865
Worldpay	美国	5685	862
联邦快递集团	美国	3501	848
Altice USA	美国	28888	829
Alphabet C 级股票	美国	517	810
赛灵思	美国	4687	794

Demant A/S	丹麦	19366	766
亿滋国际	美国	11381	759
诺华制药	瑞士	5872	755
罗氏制药（无投票权）	瑞士	2039	751
百事公司	美国	4573	749
辉瑞公司	美国	12769	725
默克集团	美国	6431	715
中国燃气	中国	151994	714
可口可乐	美国	11231	703
南非报业	南非	2132	658
法拉利	意大利	3608	647
美国国际集团	美国	11117	640
Linde PLC	美国	2705	636
邮储银行	中国	817090	624
Advanced Disposal Services	美国	16572	620
SBA 通信公司	美国	2272	606
中国平安	中国	40468	605
数字房地产信托公司	美国	3747	596
沃尔玛	美国	4535	591
Elis SA	法国	27329	587
菲利普 莫里斯国际公司	美国	4922	581

数据来源：CPPIB 2019 annual report，兴业证券经济与金融研究院整理

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn