



第六十七届会议

第五委员会

临时议程* 项目 138

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联合国合办工作人员养恤基金的投资而采取的措施

秘书长的报告

一. 引言

1. 管理联合国合办工作人员养恤基金资产的投资是联合国秘书长的受托责任。秘书长结合联合国工作人员养恤金联合委员会和大会对一般性政策的意见,与联合国投资委员会协商行事。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为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。各项投资在初次审查时,必须符合安全、赢利、流动和可兑换的标准。

2. 本报告阐述 2010 年 4 月 1 日至 2012 年 3 月 31 日财政两年期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的投资等情况。2011 年 3 月 31 日终了的财政年度,基金的回报率为 11.9%;2011 年 12 月 31 日终了的日历年度,基金的回报率是-3.9%。在 2012 年 3 月 31 日终了的财政年度期间,基金的回报率是 0.6%。幸运的是,市场波动明显地既有上行也有下行趋势。2012 年 6 月 30 日终了的两年期间,基金的回报率为 8.6%。虽然近期的表现因 2011 年最后一个季度期间纳入了系统风险管理而得到了加强,但 2012 年的许多改善

* A/67/150。



是源于金融市场的大幅回升。面对这一极为动荡和不确定的全球市场环境，投资管理司努力降低风险。

二. 财政两年期间的变化

3. 在2012年3月31日终了的财政两年期间，全球股市走出2009年3月的低点，开始持续复苏，基金因而受益，2011年3月3日，基金创下429.78亿美元的历史新高，超过了先前2007年10月在全球金融危机前的历史高度。然而，对欧洲债务危机、金融部门减债、发达市场疲软和新兴市场通胀压力的关切不断加深，在这种情况下，全球整体经济增长受到极大抑制。过去几年一直是主要增长动力的全球新兴市场也不能幸免。截至2012年3月31日，基金净值为430.91亿美元。

4. 基金从2009年第一季度开始买进股票，自2009年第三季度以来一直增持头寸。然而，在投资委员会2011年7月会议后，基金开始大幅降低配置。尽管过去股价非常有吸引力，但欧洲日益恶化的局势在年底削弱了股票价格。在2011年第三季度，基金降低了在发达市场的股票投资，从65.3%降至约60.0%，而截至2011年9月30日，配置进一步降至58.7%。在财政两年期结束时，股票占60.6%。由于减少了股票权重，截至2011年12月31日，基金持有相对较多的现金，在整个基金中占4.8%。在收益前所未有偏低的情况下，投资管理司对固定收益证券持谨慎态度。债券保持低于31%的长期战略目标指标。2012年3月底，债券投资组合的权重为28.8%。在投资组合中，对房地产的投资从2010年4月1日的3.6%增至财政两年期结束时的4.5%。为了使投资进一步多样化和提升回报率，投资管理司还审查了许多对私人股本、房地产、基础设施和大宗商品的投资机会。由于尽职调查程序（在此阶段，否决了许多投资提案）、合同谈判和投资过程涉及面广，有条不紊和谨慎地构建投资组合需要时间。

5. 2012年3月31日终了的财政两年期，整个基金的年回报率为6.09%，而60/31基准为7.42%。基金绩效显示，2012年6月终了的两年期增至8.6%，而根据初步数据，60/31基准的绩效为9.8%。2012年3月31日终了的财政两年期，股权回报率为5.90%，而摩根斯坦利资本国际基准为6.96%。在欧洲的减持积极促进了相对绩效。然而，未在印度尼西亚和泰国投资不利于内部管理的股票资产组合的国家配置。选择消费必需品类的股票最不利于绩效，尤其是因为未拥有被禁的烟草。金融的选择效应也是负效应，因为在金融危机期间，货币中心银行等大市值股票表现不佳，而基金投资不足的小市值股票表现却更胜一筹。

6. 2012年3月31日终了的两年期间，基金的债券投资组合回报率为6.39%，高于巴克莱环球综合债券指数收益率6.20%，多出19个基点。在此期间，澳大利亚、马来西亚、墨西哥、挪威、波兰和瑞典等核心市场以外的增持债券头寸对基金的回报有积极促进作用。基金持有减持的欧元和日元债券头寸。减持欧元头寸

促进了跑赢大市，而减持日元头寸减损了绩效，因为对美元的货币升值强劲。基金对美元和英镑的配置相对于基准而言表现不佳，原因是利率下降，投资时间短。

7. 从较长时期看，基金在过去 5 年、7 年和 10 年中的表现优于 60/31 基准。在过去 10 年中，截至 2012 年 3 月 31 日，基金的名义回报率为 7.3%，而政策基准的回报率为 6.6%。过去 10 年中，通胀调整后的实际回报率为 4.8%，超过 3.5% 的长期投资目标。从长远来看，基金将通过积极管理努力超越政策基准，为保持基金的长期投资目标有效选股和定期调整资产。投资管理司会继续根据适合长期投资愿景的配置目标分配基金资产，重点调整风险和收益预期。

8. 2011 年 3 月，投资管理司以高效、快速和讲究成本效益的方式配置了交易所交易基金，以迅速调整资产配置，这有助于投资管理司调整股权权重。2011 年第三季度期间，基金净卖了约 8.5 亿美元股票，其中大多数交易是在 7 月进行的，随后市场于 8 月大幅下跌。若没有采用交易所交易基金，则基金不可能如此及时地出售这么多数量的股票。在这种情况下，指数化是一个战术工具，可迅速调整在美国广大股市的风险投资。指数化并不是要用被动的证券指数取代整个北美的股票投资组合，而是在确定要长期持有的个别证券之前，购买标准普尔 500 指数大市值股票和罗素 2000 增长指数股票组合。

9. 一旦投资管理司设立了交易执行小组(正在征聘)，连同直接处理所需的基础设施，则该公司将能够谋求最佳执行，从而节约交易成本，并可能改善执行价格。在过去两年中购置了所需的信息技术基础设施(包括 MuREX 和 OmGEO)，这些设施将协助处理证券和提供会计数据。同时，投资管理司将能够以灵活有效的方式实施战术性资产配置策略，进一步降低投资成本。

10. 根据 2011 年 11 月和 2012 年 2 月与投资委员会的讨论情况，并由秘书长代表批准，投资管理司投资了交易所交易基金，以追踪摩根斯坦利资本国际全世界最小波动率指数。这项投资是投资管理司策略的一部分，旨在把数量仍很多的现金配置到有可能提高回报率的股票上，同时面对高度动荡的市场限制下行风险。该指数通过采用适用于 45 个发达国家和新兴市场的大中市值股票的优化程序，旨在最大限度地把股票波动性控制在限制范围内，以维系更广大的市场投资。2012 年 2 月 28 日成功首次买入后，该司分四个阶段逐步在交易所交易基金共投资了 1.83 亿美元。

11. 面对极其动荡和不确定的市场环境，投资管理司努力减少北美股票投资组合的风险。跟踪误差(与基础指数回报率的偏差)实际上从五年前的约 2.4% 降至 1.34%，这是一项有意识的降低风险行动。投资组合回报率的标准差其实低于连续 3 年(16.08%对 16.49%)和五年(18.02%对 19.35%)期间的指数标准差。投资领域很广，但只有 2 名投资干事(和 1 个正在征聘的新设 P-3 投资干事)管理着约 700 支股票和约 140 亿美元交易频繁的股本投资。这个行业的一个经验法则则是，就交

易频繁的股票投资组合而言，每个投资干事最高可管理 100 个证券和/或 10 亿美元和 20 亿美元之间的资产。

12. 根据基金投资委员会 2006 年提出并经美世投资顾问公司 2007 年报告以及 2008 年和 2011 年进行的 2 次资产负债管理研究强化的建议，基金开始分散进行其他投资，即投资于私募股权。投资于私募股权的根本原因是为了改善基金的投资组合的风险与回报特征。基金投资于私募股权可有机会带来较高的绝对回报率，同时使投资组合进一步多样化，因为私募股权与上市股权和固定收益市场的相关性历来很低。大部分学术和实证性证据表明，随着时间的推移，私募股权普遍优于股票和债券，还提供了有吸引力的风险组合。

13. 2010 年 6 月，投资管理司聘用了一位另类投资高级投资干事，还与非全权委托私募股权投资顾问签署了一项合同，为私募股权经理提供指导。预计不久将聘用一位另类投资干事，与高级投资干事紧密合作。

14. 2010 年 6 月开始，投资管理司开始了私募股权投资。2010 年 6 月至 2012 年 3 月间，基金向 7 个私募股权投资基金投放了约 5.3 亿美元。截至 2012 年 3 月 31 日，养恤基金的私募股权投资的总调整市值约 1.253 亿美元。约 3.97 亿美元余额是预计将在今后五年配置的资金未到位的承付款。截至 2012 年 3 月 31 日，基金按市值配置的私募股权在基金 2012 年 3 月 31 日的总市值中占 0.30%。如果到 2012 年 3 月 31 日配置了所有私募股权承付款，则私募股权配置在基金 2012 年 3 月 31 日的总市值中占 1.21% (资产净值 431 亿美元)。

15. 投资管理司对几个行业的私募股权有兴趣，认为其将带来最佳回报率。新兴市场由于其无与伦比的基本优势为可持续增长投资提供了一个独特的平台。中等偏下的收购市场是一个很有效益的领域，有各种吸引人的特性，包括交易量大、竞争较小的交易、购买倍数低以及增值潜力大。该司继续探索二级市场的机会。二级投资特别有吸引力，因为它们允许调整投资组合和减轻 J 曲线效应。最后，美国和欧洲的不良资产投资机会很多。该司目前正在审查一些涉及这些感兴趣行业的私募股权合作伙伴关系。

16. 2010 年 11 月，投资管理司开始投资商品，作为实际回报策略的一个组成部分。这个策略的长期战略配置预计将可提供对冲通胀风险的有效手段。该司将在一段时间内逐步引入商品投资，若有可能则利用好的机遇。这一战略的指数是道琼斯-瑞银商品指数。该司将完全依靠外部经理进行主动投资和动态风险管理。该司寻求交易活跃的商品基金，这些基金具有只做长线的非杠杆策略和很强的历史业绩记录。截至 2012 年 3 月 31 日，基金投资了三个商品基金，都由外部管理。截至 2012 年 3 月 31 日，基金的商品投资基金产生了 0.5% 的回报率，而道琼斯-瑞银商品指数基准损失了 -3.3%。

17. 2012年3月31日终了的财政两年期期间,商业房地产市场的投资活动加速。2010年,整个房地产市场已经见底或接近底部。房地产估价从2010年第二季度起显著上升,特别是在核心房地产空间。2010年第一季度开始了新的投资承销活动,重点是在亚洲的投资,其中包括澳大利亚和美国。在2012年3月31日终了的财政两年期间,投资管理司对14个房地产的承付款共计7.43亿美元。在这14项投资中,有6个是重签合同,一个是二次发行。此外,基金新近对美国能源基础设施共承付1亿美元。截至2010年3月31日,房地产投资总计13.9亿美元,占基金的3.64%。截至2012年3月31日,房地产投资共计19.7亿美元,占基金的4.57%。截至2010年3月31日,没有基础设施投资;截至2012年3月31日,基础设施投资共计1780万美元,在基金中占0.03%。

18. 投资管理司对证券资产进行定性市场和证券分析。在动荡的金融市场中,投资管理司广泛利用最近实施的风险矩阵(RiskMetrics),将其作为决策辅助工具,监测绝对和相对的下行风险。具体而言,该司一直对金融部门投资持谨慎态度,特别是在欧洲,而且已经进一步减少了减持头寸。

19. 实施风险矩阵工作正在进行,还对所有投资干事就用于调整投资组合的各种统计应用程序进行另外培训。风险矩阵分析将有助于投资管理司的工作人员从整体上监测和调整投资组合中的风险投资。应该指出,风险矩阵把每个投资组合中所持股份与既定基准相比较。出于这个原因,风险矩阵只有在商定了每个基准服务合同后才能全面运作。到目前为止,执行了与道琼斯、彭博和罗素指数的合同,有些合同仍有待与其他数据服务商商定。

20. 投资管理处(现为投资管理司)自1983年成立以来,主要根据非全权委托顾问的建议管理基金资产。这一咨询框架需要更新,原因是其本身有可能产生利益冲突,以及提供非自由裁量意见的业务在逐渐消失。有必要更有效地利用外部顾问,以便配合金融市场/产业的结构变化,纳入投资管理司近几年增加的发展内部资源。该司在现有预算内重新配置了咨询架构,把资产配置与股票研究分开。专门供应商将向投资管理司提供咨询意见,而该司将最大限度地减少潜在的利益冲突,限制股票研究机构参与投资决策进程。在采购司和法律事务厅的支持下,通过竞争性招标过程,与富兰克林邓普顿投资基金签订了一名全球战略顾问的合同,于2011年8月生效。关于股票研究机构,2011年与北美阿格斯研究机构、面向欧洲的法国巴黎银行和除亚洲以外的全球新兴市场以及面向亚太包括亚洲新兴市场的日兴资产管理公司签订了合同,还与法国巴黎银行资产管理公司签订了固定收益合同,2010年11月生效。

21. 投资管理司与采购司合作,目前完成了两个经纪服务的招标书。共批准了29个经纪业务请求,而且正在进行合同谈判。发出招标书是为了针对长期建议,在正式法律协定中记入投资管理司与经纪人的关系,以达到《联合国财务条例和细则》的要求。通过对股票经纪服务进行招标,使投资管理司有机会审查和改进经

纪人的遴选和评估工作，并将提高各项程序的效率，促进公正和透明。在采购司进行财务评估之后，该司将受益于更具竞争力的费用表，以及降低该司的交易执行费用。

22. 投资管理司聘用了一名咨询人，负责提出执行关于甄选投资经理和基金的投资决策程序，这名咨询人已提交了建议。2012年1月批准的一个新程序将协助该司加快甄选外部投资经理及外部基金投资。与新的总账管理人和发展市场托管人的合同已就绪。发达市场托管服务的新招标书即将发布，原因是与选定银行的合同谈判不成功。与当前发达市场托管人的合同也因此再延长一年。

23. 基金的几项倡议此前停滞不前，尽管投资管理司处理了2005年做出的采购安排。监督厅的合同管理审计(AS2009/801/02)信息丰富。三年后，另一托管人的合同仍悬而未决。采购司和投资管理司尽最大努力遵守程序，他们的共同结论是必须做出修改。因此，聘请了一名咨询人，以确定全球投资管理业中的最佳做法。2011年5月9日在纽约举行投资委员会第209次会议之后审查和加强了咨询人的建议，根据这些建议，为确保切实有效的投资管理，正在实施适当区分采购服务和投资决策的程序。

24. 与七家公司实施了股权证券经纪服务协议。与12个经纪人的合同谈判已经完成，16份合同处于起草和谈判阶段。涉及这么多合同的法律工作很有挑战性，因为联合国对有关争议解决机制、赔偿、保密、审计和责任保险的合同有特殊要求。这是由于联合国独特的法律权利和要求。自金融危机以来，许多会员国开始了治理改革，其中有些改革处于不同的立法阶段，导致了监管的不确定性，使谈判复杂化。

三. 经济综述

25. 2012年3月31日终了的财政两年期间，在2008-2009年“大萧条”结束后约两年中，美国经济未能实现高于长期趋势水平的可持续实际经济增长。2011年，通胀调整后的美国实际国内生产总值按年率计算增长了1.8%，而2010年为2.4%(美国商务部经济分析局)。1985-2007年期间，美国经济的历史趋势增长率在2.3-2.6%之间。在2012年3月结束的这一年，名义国内生产总值的增长率平均为4.0%，但仍稍低于6%的长期水平。2010年和2011年全球事件一并造成现实经济活动大混乱，增加了市场动荡，还加剧了投资者中激进的风险规避/追逐行为。2010年和2011年期间，欧洲联盟的财政问题又多次重复出现，对整个欧洲大陆和全球的主权风险造成了负面影响。2011年初中东/北非的政治动荡和全球地缘政治的持续不确定造成石油价格的大波动趋势。2011年与亚洲相关的悲剧也影响了各行业和技术供应链活动。美国预算赤字扩大和债务上限问题导致2011年8月美国国债评级出现历史性降级。然而，各种经济指标，如供应管理协会每月调查数据和世界大型企业研究会美国先行经济指数证实，经济正在复苏，尽管低于过去可比复苏期间的增长速度。虽然就业形势还在挣扎着摆脱经济衰退，但

住房市场已经呈现出逐步改善的迹象。这种情况导致消费者信心评测指标(密歇根大学调查数据,世界大型企业研究会先行经济指数)出现了相当温和的反弹,但仍远低于历史平均水平。由于终端市场需求受到抑制和产出能力普遍低迷,根据消费者和生产者价格指数(劳工部)测量的核心通胀趋势仍然受到抑制和控制。

26. 尽管有这些相当多的宏观经济不利因素,但美国股权市场(以标准普尔 500 指数为代表)在 2012 年 3 月 31 日终了财政两年期期间实现了 22%的绝对收益,从市场周期至 2009 年 3 月,增幅 113%。非金融公司收益、现金流和资产负债表仍然比较强劲,相较于经济衰退期间已有很大恢复。收益增长和企业利润的增长较为温和,而盈利周期在经历了前两年的周期性反弹后趋于稳定。实际上,在此期间,公司业绩普遍优于相关的实体经济。由于经济发展不平衡和投资环境面临相当大的不确定性,因此,股票估值仍处于有吸引力的历史低位,低于估量的“公允价值”(市盈率基础)。如果远期估计收益的预计趋势得到证实,则对股票整个周期的峰值盈利的估值有很大的潜在吸引力。重塑全球金融部门的工作还在继续,但仍有相当大的未知后果。加强监管将会增加对资本的要求,更难看出盈利性。然而,金融体系的健康和恢复是确保经济持续复苏的关键变量。

27. 加拿大经济经历了类似美国经济的模式,更加依赖出口贸易活动(经济总量的近三分之一)。加拿大统计局称,2011 年经通货膨胀调整后的国内生产总值按年率计算增加了 1.8%,而 2010 年增长率为 3.5%。通货较硬而国外需求较弱是直至这一期间结束时增长减弱的主要因素。与美国(加拿大最重要的贸易伙伴)的经历一样,后复原期间的挑战是过渡到更可持续的增长环境。有关全球经济增长的问题已导致全球商品价格波动,这往往对加拿大的经济产出和出口造成巨大影响。强有力的财务部门和严谨的财政政策总体上使加拿大经济保持平衡。

28. 在欧洲,2011 年 3 月 31 日终了财年期间,经济条件整体略有改善,但各国情况差异很大,增长预期仍很保守。这一期间伊始,更加关切主权债务水平,欧洲联盟全年采取措施,努力解决这些问题。2010 年 5 月,欧洲联盟与国际货币基金组织(基金组织)共同批准对希腊的 1 100 亿欧元的一揽子支援计划。此外,还为 2013 年需要支持的国家建立了二个由 7 500 亿欧元承付款项支持的贷款方案,即欧洲金融稳定机制和欧洲金融稳定基金。2010 年 11 月,欧洲联盟同意爱尔兰提出的财政援助请求,通过基金组织、欧洲金融稳定基金和双边贷款,制定了 850 亿欧元的一揽子支援计划。本财年即将结束之际,欧洲联盟扩大了欧洲金融稳定基金的放贷能力,并设立了另一个 500 欧元基金(最终命名为欧洲稳定机制),旨在于 2013 年取代欧洲金融稳定基金。然而,这些行动对平息债务市场作用甚微。投资者对资助一些挑战性经济所要求的收益率一直接近历史新高。更广泛的经济措施反映出本财年欧洲复苏温和。在欧元区,消费者信心指数和综合采购经理指数数据有所改善。在欧元区,与上一年同期相比,2010 年第四季度国内生产总值达到 2%。在联合王国,与上一年同期相比,2011 年第一季度国内生产总值初次

报告为 1.8%。在欧元区 and 联合王国，今年剩余时间国内生产总值增长预测显示，增长率仍接近中等水平。预计高失业率和财政紧缩措施的影响将限制加速增长。商品价格上涨、一些国家发生政治变化及再次出现通货膨胀也是令人关切的问题。所有这些因素促使股市全年波动。

29. 2012 年 3 月 31 日终止财政年度，欧洲日益关切主权债务问题扩散、为遏制这些问题采取的步骤及经济增长预期不断缩小的问题。今年年初，欧洲中央银行仍然关切通胀上升的可能性，因此 4 月将基准利率上调 25 个基点。5 月，继续努力遏制主权债务危机，葡萄牙、欧盟（欧洲联盟）和基金组织（国际货币基金组织）宣布 780 亿欧元的一揽子援助计划。7 月，欧洲理事会同意扩大欧洲金融稳定基金的授权和灵活度，并拟定针对希腊的第二个一揽子援助计划大纲。此后不久，欧洲央行开始在二级市场购买主权债券。但到了秋季，债券市场仍反映出能否避免主权债务违约和欧元崩溃的极大不确定性。这一情况更加复杂化，因为随着紧缩措施开始产生效果，整个地区的经济增长普遍放缓。一致预期，欧元区 2012 年增长转为负增长。针对这一经济前景的变化，欧洲央行 11 月和 12 月将基准利率连续下调 25 个基点。欧洲央行采取额外步骤，向银行提供无限制的三年期贷款——长期再融资计划，同时放宽资格规则，并降低其存款准备金率。12 月，欧盟领导人还商定制定一项新的综合财政契约，具有在一定程度可自动纠正国家预算的机制。此外，在寻求全面解决方案过程中，他们同意加快落实欧洲稳定机制，以利用欧洲金融稳定基金，并考虑以双边贷款的形式向基金组织提供额外资源。2012 年 2 月，欧洲联盟各国财长和希腊商定一项 1 300 亿欧元的一揽子援助计划，目标是在 2020 年以前将希腊公共债务占国内生产总值的比率降至 120.5%。2 月，欧洲央行实施第二个长期再融资计划，向 800 多个借款人贷款 5 295 亿欧元。在第一季度结束时，欧洲各国财长宣布，其支援机制（欧洲稳定机制和欧洲金融稳定基金）的放贷能力将从 5 000 亿欧元增至 7 000 亿欧元。这些措施有助于防止在 2012 年第一季度出现无序主权债务违约，但政府收益率持续高企，欧洲经济增长的前景仍然疲弱。欧洲股票市场反映了更广泛的经济问题，而且在此期间结束时走低。

30. 2011 年 3 月 11 日，日本东海岸发生 9.0 级地震（日本东部大地震）。此前，在 2011 年 3 月 31 日终了财政年度，日本经济仍然稳步复苏，国内生产总值在 2010 日历年每季度呈现环比增长。到 2011 年 2 月底，工业生产连续四个月扩大，新屋开工率连续 9 个月上升，失业率降至 4.6%，为二年内最低水平，从 2009 年 7 月峰值下降了 100 个基点。国内资本开支 3.5 年来第一次在第三季度首次回升，但绝对水平仍为全球金融危机之前峰值的 70%。尽管基本要素正在改善，但 2011 年 2 月穆迪公司将日本减债评级前景定为负面，担心政治僵局将限制为解决任何国家最大债务负担所做的努力。在 2011 年终了财政年度，日元走强仍然是日本企业的关切问题。2010 年 10 月，尽管日本央行 6.5 年来第一次干预日元销售，但日元坚挺，为 80.40 日元兑 1 美元，并于 2011 年 3 月达到历史新高，为 76.25

日元兑 1 美元，对此 7 国集团协调干预日元销售。2011 年 3 月终了财政年度，日元对美元升值 6.8%，对欧元升值 11.1%。

31. 日本东部大地震后，破坏力极强的海啸波及从东京电力公司福岛第一核电站放射性泄漏导致股市大幅调整，带给日本巨大不确定性。因此，2012 年 3 月终了下一财年的大部分时间，日本经济和企业面临多种不利情况。日本雪上加霜，地震和海啸使供应链遭到破坏和中断，另一个供应链因泰国严重洪灾而中断，而且日元对多数主要货币升值。2011 年日历年，实际国内生产总值每季度均出现同比下降，2012 年 3 月终了季度同比回升 1.4%。3 月地震后，受供应链中断、海外市场需求减弱和日元走强的影响，工业生产和出口几乎每个月都出现同比下降。日元对美元升值 11%，从 4 月的 1 美元兑 85.49 日元降至 2011 年 12 月底的 1 美元兑 76.91 日元，同其对欧元升值 23%，尽管日本政府和日本央行多次进行干预。由于出口停滞不前而进口激增（由于核电厂关闭，液化天然气进口增加），日本贸易收支 48 年来第一次于 2011 日历年出现赤字，企业盈利下调。为了资助重建地震破坏的地区，支持因供应链中断而受损的公司，日本政府年内通过四项补充预算，数额为 20 万亿日元，使诸多领域受益，包括东北地区消费激增、对机械的需求增大及建筑订单大幅增加。

32. 2012 年 3 月终了财政年度，投资环境因得到下列支持而出现好转：美国联邦储备银行采取延长其超低利率政策的立场；日本央行 2012 年 2 月宣布采取进一步放松银根措施；欧洲央行提供进一步的融资支持；美国一系列的经济指标坚实可靠。在此背景下，日元贬值步伐加快，激起出口商盈利的预期。尽管宏观环境不平衡，但一些经济数据显示，日本近期经济前景稳步改善。对美国出口已从 2011 年 3 月地震造成的供应链中断中恢复过来，以汽车出口为主，以补货需求为辅，并推出新模式。消费支出增加，这从零售销售连续三个月同比增长（2012 年 1 月至 2012 年 3 月分别为 +1.8、+3.4 和 10.3%）得到证实，与此相辅相成的是就业反弹，以及摆脱震后节俭情绪。机械订单仍然强劲，2012 年 4 月日本央行进行的季度短观调查显示，在出口部门和服务行业企业信心增加。受地震影响地区的经济受益于重建工程的庞大开支，消费，资本开支及建筑活动大幅增加。鉴此，以及在 2012 年 3 月终了季度日元急剧贬值（从 76.20 日元兑 1 美元跌至 83.73 兑 1 美元），就 2012 财年盈利预测从 2 月下旬起上调达成共识。

33. 尽管发生全球金融危机，但在 2010 年 3 月终了财年避免了经济衰退。此后，澳大利亚在坚实的经济增长道路上继续前进，2011 年 3 月终了财年国内生产总值逐季增长。与其他发达经济体相比，澳大利亚在 2011 年 3 月终了财年继续实行紧缩货币政策，澳大利亚储备银行提高基准现金贷款利率共 100 个基点，达 4.75%，但从 2010 年 5 月至 2011 年 3 月利率保持不变，将此作为一项预防措施，以应对：昆士兰州严重洪灾及由此导致的消费者信心疲弱；令人关切的中国抽紧银根对商品需求的影响问题；日本灾难性地震和核危机；中东和北非的政治动荡。

2011年3月终了财年增加了319 000个就业机会，而失业率在4.9%至5.4%之间波动，因为更高的参加率大大抵消了创造的就业机会。2011年3月终了季度，消费价格指数趋于走高，同比上升3.3%，而2010年3月终了季度，同比上升2.9%，从而超过澳大利亚储备银行可接受的2%至3%通胀率范围，证明有理由紧缩货币政策。在2011年3月终了财年中，澳元对美元升值11.2%。

34. 虽然澳大利亚在2012年3月终了财年之初倾向紧缩货币政策，但鉴于国内一系列消极情况（昆士兰洲洪灾、消费者信心下降、失业率上升、房屋市场疲弱和澳元坚挺等）及日本核灾难、美国和中国经济增长放缓、商品需求减弱和欧洲主权债务危机等全球事件，澳大利亚储备银行在2011年第四季度努力保障经济增长，具体方式是保持利率稳定，并最终削减基准现金利率50个基点，减至4.25%。2010日历年，季度同比增长率在2.2%至3.0%之间；2011年第二季度国内生产总值增长放缓，同比增长1.2%。2012年3月终了财年，国内生产总值季度增长率同比回升到2.0%至4.3%。失业率为4.9%至5.3%。消费价格指数2011年6月达到高峰，同比上升3.6%，随后在2011年第二季度年放缓，同比上升1.6%。2012年3月终了财年，澳元对美元汇率为0.9528至1.1021澳元兑1美元。

35. 2011年3月终了财年中，香港特别行政区经济增长强劲，国内生产总值同比季度增长率为6.7%至7.6%，并辅以低利率、政府刺激方案和出口复苏。自2009年10月跌至谷底以来，出口继续强劲复苏，2011年3月终了财年中，每月两位数正增长（13%至36%）。2011年3月终了财年中，住宅物业价格上涨29%，价格正增长势头持续到2012年3月终了财年，进一步增长了20%。因此，香港政府更加决心防止出现资产泡沫，并采取多个回合的政策措施，抑制房地产价格升值。2012年3月终了财年中，香港特别行政区国内生产总值季度增长率下降，因为世界经济增长放缓，中国继续实行为房地产市场降温和控制通货膨胀的紧缩货币政策。2011年第二季度，国内生产总值同比增长率达到峰值7.6%，2012年第二季度同比下降0.4%。出口增长情况反映出经济疲软，2011年1月同比增长率高达27.6%，而2012年3月同比增长率降至-6.8%。在中国大陆旅游业的带动下，零售销售增长仍然相当强劲，2012年3月终了财年中，增长率为8.5%至29.1%。2009年初至2011年6月，住宅物业价格累计上升77%，2011日历年下半年下降6%，随后进入巩固阶段。

36. 2011年3月终了财年，新加坡国内生产总值显示出口驱动型增长非常强劲，同比季度增长率为9.1%至19.4%。新加坡公共和私人住宅物业价格上升了11%至15%，创下历史新高，促使新加坡政府实施房地产降温措施。消费价格指数趋于走高，2010年4月同比上升3.2%，2011年3月上升5%。随着通胀压力加大，新加坡金融管理局转向新加坡元逐步升值的政策。2012年3月终了财年，新加坡小型开放经济受到全球经济增长放缓的负面影响，国内生产总值出现每季度下滑趋势，从2011年第二季度的同比9.1%降至2012年第二季度的同比1.6%。2012年3月终了财年大部分时间，非石油国内出口疲弱，从个位数增长变为负增长。与前

一年两位数增长相比，住宅物业价格涨幅放缓至 3-4%。新加坡金融管理局继续实行新加坡元逐步升值的政策。

37. 2012 年 3 月终了财政两年期期初，新兴经济体增长强劲反弹，随后回落，进入广泛的经济放缓时期。在初期阶段，新兴经济体能够在保持增长的同时抑制通胀。本财政两年期后期的特点是增速同步下滑，因为发达经济体经济全面恶化，欧洲债务危机加深。人们担心发达国家经济二次探底会蔓延到发展中市场。

38. 在新兴亚洲，中国仍是经济增长最快的国家，2010 年国内生产总值增长 10.4%，2011 年增长 9.2%，主要是由于 4 万亿人民币的经济刺激计划和宽松的贷款政策。2012 年第一季度，国内生产总值季度增长率降至 8.1%，相比之下，2010 年第一季度降至 11.9%。基金组织称，据估计，今后几年中国将占全球经济增长的三分之一。2008 年出口大幅收缩之后，2010 年和 2011 年出口复苏，但此后开始下降。强劲的经济复苏给消费价格和工资成本造成压力，因为 2010 年通货膨胀率上升 3.3%，2011 年上升 5.4%。当局继续实行限制性住房政策，虽然对中国等经济高速发展的国家而言，这一通胀水平不算特别高，但已超过中国政府 3% 的目标。2010 年，中国人民银行将 1 年期基准贷款利率上调至 6.31%，并将准备金率提高到创纪录的 20%。2011 年该银行将准备金率进一步上调至 21.5%，2011 年年底回到宽松的货币政策。随着经济增长放缓，中国的难题是如何应对当今增长放缓问题，同时有可能没有充分摆脱其前几轮过度刺激方案的后果。

39. 在本报告所述期间，印度一直保持较高水平的经济增长。2010 年和 2011 年，国内生产总值分别增长 8.4% 和 7.5%，但 2012 年第一季度放缓至 5.3%。按照消费价格指数衡量，整体通胀率 2010 年和 2011 年分别上升 12.1% 和 8.9%，因为食品和燃料价格飙升。尽管印度经济增长速度在新兴亚洲第二高，但其通货膨胀率在该区域最高。快速增长及通胀加剧促使中央银行将利率从 2010 年年初的 3.25% 增至本财政两年期结束时的 7.5%。该国双赤字继续恶化。经常账户赤字恶化，2010 年为 -3.4%，2011 年为 -3.6%。同期，预算赤字更加严重，从 -4.1% 增至 -7.2%。

40. 上一财政两年期，大韩民国高度重视出口，已从全球需求暴跌中恢复过来。国内生产总值增长率从 2009 年的 0.3% 急剧回升至 2010 年的 6.3%。2011 年和 2012 年第一季度，经济增长分别放缓至 3.6% 和 2.8%。该国通过出口（即出口到该国最大的出口市场——中国）和私人消费提振出口。经常账户盈余扩大，2010 年和 2011 年分别占国内生产总值的 3.4% 和 2.7%。2010 年预算赤字转为盈余，占国内生产总值的 1.28%。经济已经复苏，因为全球经济复苏刺激了电子产品和汽车需求。韩元自此大幅回升。虽然通胀率上升到政府 4% 舒适度的最高端，但 2011 年年底，韩国央行将基准利率上调 125 个基点至 3.25%。

41. 在拉丁美洲，巴西经济在商品出口和国内消费增加的推动下大幅恢复。虽然巴西经济 2010 年恢复幅度最大，但在本期结束时，该国正在处理最快减速问题。

2009年国内生产总值收缩0.32%，2010年增长7.59%，到2011年大幅下降2.76%。交通和住房成本加速上涨，而劳力市场供不应求，再加上6%的低失业率，这一切促成高通胀率。2010年，货币政策委员会将结算托管特别系统(SELIC)目标利率提高200个基点至10.75%；2012年第一季度，随着通胀稳定，将其下调至9.75%。

42. 墨西哥国内生产总值2009年收缩6.2%后，2010年和2011年分别回升至5.5%和3.9%，其驱动原因是美国制造业反弹增加了对墨西哥出口的需求。农业和出口部门增长刺激了国内需求。制造业增长也很强劲，因为美国情况有所改善。墨西哥是新兴市场中一直保持较低通胀水平和稳定货币政策的少数国家之一。2011年墨西哥银行将其基准利率维持在4.5%，几乎不变。在智利，2010年和2011年经济复苏至6.1%，因为对该国出口量最大的铜的需求回升。经济复苏达到正增长水平，因为2009年年底贷款利率创新低，为0.5%，而且全球对商品的需求增加。

43. 在东欧，多数国家经济运行情况从2009年负增长大都转为2010年正增长。俄罗斯联邦经济复苏正值货币政策放宽及商品和石油价格回升，因为石油和天然气占该国出口收入的70%。2010年和2011年国内生产总值增长4.3%。俄罗斯通胀加速，是东欧通胀率最高的国家之一，2011年高达9.5%。2010年，中央银行将利率降至7.75%，创历史新低，但由于通胀恶化，2011年下半年将其上调至8.25%。在消费和出口的带动下，土耳其经济强劲反弹，2010年国内生产总值达9.2%，2011年为8.5%。土耳其当局设法控制通胀，并保持货币稳定，同时抑制当前赤字，具体方式包括采取有争议的的实施，在经济强劲增长的同时三次降低利率。作为一项平衡措施，上调准备金率，以遏制信贷过快增长。目前，土耳其仍有庞大的经常账户赤字，占国内生产总值的9%。波兰与其他欧洲国家不同，2009年未进入经济衰退。2010年经济加速增长3.9%，2011年为4.3%。健康的私人消费和投资带动了增长，同时波兰也受益于德国强有力的经济条件。

44. 在南非，制造业和出口需求已恢复，汽车和有色金属部门产出增加。2010年和2011年，国内生产总值分别增加2.9%和3.2%。日益增长的全球出口需求正在拉动南非制造业产出，包括占经济大部分的金属。在南非，就业水平仍是一项重大挑战。该国经常账户赤字有所改善，2010年为-1.5%，2011年为-3.6%。在非洲其他国家，世界在突尼斯、埃及和利比亚及最近在阿拉伯叙利亚共和国目睹了一系列社会-政治暴动。尽管从长期看，这些事态发展可为可持续经济增长铺平道路，但在中短期可能会抑制经济扩张和加大市场波动。

45. 总之，2010年和2011年新兴市场经济体同步恢复。虽然在本报告所述期间避免了硬着陆，但新兴市场仍受到全球经济放缓的影响。自2011年年底以来增长放缓，2012年第一季度进一步恶化。过去十年，新兴经济体一直是经济繁荣的主要推动力和受益者。据基金组织估计，2012年新兴市场将占全球国内生产总值实际增长的80%。作为一个群体，新兴市场将继续以高于发达经济体两倍的速度发展。未来一年可能颇具挑战性。因为更难持续增长。虽然总体上抑制了通胀，而

且普遍放宽货币政策，但发达国家的经济衰退可能会影响新兴市场的增长，而欧洲长期信贷危机可能会抑制股票收益，因为风险厌恶情绪和波动持续存在。关于新兴市场的进一步信息，请参阅本报告附件。在本财政两年期所涉期间，印度尼西亚和泰国等非“金砖四国”在新兴市场股市中表现最佳。养恤基金在印度尼西亚和泰国的现行税务限制使其无法在这些有吸引力的市场投资。投资管理司通过以美元计价的交易所交易基金实施一项变通解决办法，因为这降低了基金在这些市场投资不足的风险。该司将继续解决其他新兴市场的投资限制或找到变通办法，以尽量减小有损业绩的偏差和基准风险。各种限制包括小市值股票的交易流动性不足和获得俄罗斯联邦本地股的能力。

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。只投资于一种资产无法分散风险，不利于养恤基金的业绩。在各大养恤基金中，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. 直到 2011 年 6 月 30 日，股票投资比例一直高于长期战略准则所定的市场中性 60%。2011 年第三季度，养恤基金将发达市场的股票投资比例从 65.3%降低至约 60.0%，截至 2011 年 9 月 30 日，配置比例进一步降低至 58.7%。在 2012 财政年度终了时，股票比例为 60.6%。债券投资比例一直低于长期战略目标所定的 31%。2010 年 4 月 1 日，债券组合以投资组合 28.6%的比例开始，至 2012 年 3 月底略增至 28.8%。房地产投资占投资组合的比例从 2010 年 4 月 1 日的 3.6%增加至 2012 年 3 月 31 日的 4.5%。2010 年 4 月 1 日，现金和短期投资以 2.4%的比例开始，至 2012 年 3 月 31 日财政两年期终了时比例为 4.8%。在投资委员会季度会议后，对投资组合不断进行再平衡，以实现秘书长代表决定的战术资产配置目标。

48. 除了改变投资组合中不同的资产类别之间的比例，对同一类别的资产比例也进行了一些改变，以实施养恤基金的投资战略，利用经济周期和金融市场的趋势。2012 财政年度终了时，对北美股票的投资比例高于基准水平 0.9%；由于对欧元区尤其是希腊、西班牙、意大利、爱尔兰和葡萄牙的担忧，对欧洲股票的投资减少了，保持在政策基准水平以下。2012 财政年度终了时，养恤基金没有直接投资这些国家发行的主权债券。在本财政两年期间，对新兴市场股票的投资有所增加。尤其是从 2007 年第三季度起，养恤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。本财政两年期终了时，养恤基金在信息技术、工业、材料和非必需消费品部门的投资比率较高。养恤基金广泛分散投资降低了货币和市场风险。

49. 固定收益投资组合涉及 16 种货币，其中 38%为美元，62%为非美元货币。在地域分散投资方面，截至 2012 年 3 月 31 日，固定收益投资组合涉及 30 个国家、5 个超国家机构和区域机构。养恤基金通过投资另类资产，分散资产类别组合。养恤基金启动了美国能源基础设施两项新承付款项，总额为 1 亿美元。截至 2012 年 3 月 31 日，基础设施投资总额为 1 780 万美元，占养恤基金的 0.03%。2010 年 6 月 30 日，投资管理司与世界银行集团成员之一的国际金融公司管理的一家私募股权基金——非洲、拉美和加勒比基金签订了合同。截至 2012 年 3 月 31 日，私募股权资产类别在不同的战略组合中有七个积极的伙伴关系，投资总额为 1.253 亿美元，占养恤基金的 0.3%，从而进一步分散了养恤基金在发展中国家的配置。2010 年 11 月，养恤基金投资商品 2 亿美元，促进了资产类别的分散投资。养恤基金通过强调投机性投资和产业及地域的分散投资，致力于提高业绩。

50. 在地域分散投资方面，养恤基金在北美的投资比例从 2010 年 3 月的 43.1% 增至 2012 年 3 月的 45.7%，在欧洲的投资从 29.3% 降至 25.4%，而在亚太区域的投资比例在货币和利率变动期间从 18.5% 略降至 18.0%。截至 2012 年 3 月 31 日，养恤基金的货币负面贡献为 1.8%。由于美元对其他主要货币升值，以其他货币标价的股票、债券和房地产投资由于货币效应而对业绩产生了负面影响。随着地域分散投资的变化，货币方面的分散投资也发生了变化。资产类别、货币和区域方面的分散投资对养恤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并不同步。以当地货币计算的总回报为负数而以美元计算的总回报却为正数的情况曾多次发生。下表列示了养恤基金投资的地区：

表 1
2012 年 3 月 31 日按国家或地区列的基金投资市值^a

国家/地区	数额(百万美元)	百分比
澳大利亚	1 156.1	2.68
奥地利	49.5	0.11
巴西	768.2	1.78
加拿大	2 405.7	5.58
智利	69.9	0.16
中国	1 377.5	3.20
哥伦比亚	6.8	0.02
捷克共和国	42.1	0.10
丹麦	69.3	0.16
爱沙尼亚	37.1	0.09
欧洲区域	193.7	0.45
芬兰 ^b	206.5	0.48
法国	1 506.6	3.50
德国	1 916.1	4.45

国家/地区	数额(百万美元)	百分比
海峡群岛根西	25.8	0.06
匈牙利	0.0	0.00
印度	335.8	0.78
印度尼西亚	20.5	0.05
爱尔兰	40.3	0.09
以色列	52.1	0.12
意大利	77.4	0.18
日本	2 867.4	6.65
立陶宛	34.1	0.08
马来西亚	658.0	1.53
墨西哥	646.4	1.50
荷兰	542.3	1.26
新西兰	36.9	0.09
挪威	629.3	1.46
波兰	718.0	1.67
大韩民国	917.6	2.13
俄罗斯联邦	371.7	0.86
新加坡	383.5	0.89
南非	394.8	0.92
西班牙	263.7	0.61
瑞典	716.4	1.66
瑞士	903.4	2.10
泰国	23.7	0.05
土耳其	82.1	0.19
大不列颠及北爱尔兰联合王国	3 022.8	7.01
美利坚合众国	17 286.1	40.12
委内瑞拉玻利瓦尔共和国	25.3	0.06
非洲区域	209.9	0.49
亚洲区域	239.0	0.55
新兴市场区域 ^c	40.9	0.09
国际区域 ^c	345.3	0.80
拉丁美洲区域	27.4	0.06
中东区域	16.9	0.04
多国机构区域	1 275.8	2.96
基金总投资	43 090.9	100.00

^a 投资国一般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 基金以低于总额 0.01% 的资金对其房地产进行投资的国家。

^c 国际是指对世界银行等国际开发机构的投资。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。

表 2
 养恤基金在发达市场的投资^a

国家/地区	股票		固定收益	
	2010年3月31日	2012年3月31日	2010年3月31日	2012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	√	—	—	—
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	√	√	√	—
大不列颠及北爱 尔兰联合王国	√	√	√	√
美利坚合众国	√	√	√	√
共计	20	20	16	17

^a 根据摩根斯坦利资本国际对发达市场的定义分类。

表 3
 养恤基金在新兴市场的股票和固定收益投资

	股票 ^a		固定收益		
	2010年3月31日	2012年3月31日	2010年3月31日	2012年3月31日	
阿根廷	—	—	安哥拉	√	√
巴林	√	√	阿根廷	√	√
博茨瓦纳	√	√	阿塞拜疆	—	√
巴西	√	—	波斯尼亚和黑塞哥维那	√	√
保加利亚	—	—	博茨瓦纳	—	—
智利	√	√	巴西	√	√
中国	√	√	开曼群岛	√	—
哥伦比亚	√	√	智利	√	√
刚果	—	—	中国	√	√
科特迪瓦	—	—	哥伦比亚	—	—
塞浦路斯	—	—	科特迪瓦	√	—
捷克共和国	—	√	克罗地亚	√	√
埃及	√	√	塞浦路斯	—	—
加纳	√	√	捷克共和国	√	√
爱沙尼亚	—	—	朝鲜民主主义人民共和国	√	√
匈牙利	√	—	多米尼加共和国	√	√
印度	√	√	厄瓜多尔	√	√
印度尼西亚	—	√	埃及	√	√
约旦	√	—	萨尔瓦多	√	√
哈萨克斯坦	—	—	爱沙尼亚	√	√
肯尼亚	√	√	斐济	√	—
科威特	√	√	格鲁吉亚	√	√
吉尔吉斯斯坦	—	—	加纳	√	√
黎巴嫩	√	—	格林纳达	√	√
立陶宛	—	—	匈牙利	√	√
马拉维	√	√	印度	—	√
马来西亚	√	√	印度尼西亚	—	—
马绍尔群岛	—	—	伊拉克	√	√
毛里求斯	√	√	以色列	—	—
墨西哥	√	√	科特迪瓦	√	√
摩洛哥	√	—	约旦	√	√
纳米比亚	√	√	哈萨克斯坦	√	√
尼日尔	√	√	立陶宛	√	√

	股票 ^a		固定收益	
	2010年3月31日	2012年3月31日	2010年3月31日	2012年3月31日
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	√	√	√	√
俄罗斯联邦	√	√	—	—
卢旺达	—	√	—	—
沙特阿拉伯	√	√	√	—
塞内加尔	√	√	√	√
南非	√	√	√	—
斯里兰卡	—	—	√	—
坦桑尼亚	—	√	√	√
泰国	—	√	—	√
突尼斯	√	√	—	√
土耳其	√	√	√	√
土库曼斯坦	—	—	√	√
乌克兰	—	—	√	√
阿拉伯联合酋长国	√	√	√	√
多民族玻利维亚国	—	—	—	√
越南	—	—	—	√
赞比亚	√	√	√	√
津巴布韦	√	√	√	√
共计	35	34	√	√
			多民族玻利维亚国	√
			越南	—
			赞比亚	√
			共计	42
				43

^a 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股权基金(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。

注：本表按金融市场惯例划分“新兴市场”国家。

五. 投资回报率

A. 总回报率

51. 养恤基金资产的市值从 2010 年 3 月 31 日的 383.48 亿美元增加至 2012 年 3 月 31 日的 430.91 亿美元，增加 47.43 亿美元，约占 9.0%。2011 年 3 月 31 日终了财政年度投资总回报率为 11.9%，2012 年 3 月 31 日终了财政年度为 0.6%。根据美国消费价格指数进行调整后，实际回报率分别为 8.9%和-2.0%。

52. 2011 年是金融市场动荡的一年，各国金融监管当局和投资者都十分关注可能解决欧元区危机的办法。2011 年 4 月基金余额达到有史以来最高纪录 440 亿美元。随后几个月，由于市场对欧元区债务危机的负面反应，基金余额有所下降。在 2011 财政年度中，美国股票回报率 2011 年为 14.9%，2012 年为 6.7%。非美国股票回报率 2011 年为 13.1%，2012 年为-7.3%。股票总回报率 2012 年为-1.2%，2011 年为 13.8%。2011 年和 2012 年股票分别占基金总额的 67.1%和 60.6%。美国债券回报率 2011 年为 5.4%，2012 年为 6.9%。非美国债券回报率 2011 年为 10.3%，2012 年为 3.1%。房地产业绩 2011 年为 12.5%，2012 年为 10.8%。短期投资回报率 2011 年为 1.3%，2012 年为 1.2%。

53. 本报告所示回报率是由一个外部总账管理人使用公认方法计算的，提交养恤金联委会第三十四届会议的关于投资管理的报告¹中阐述了这个方法。计算时列入了实际的红利和利息收入以及已实现的资本损益，其中还计及投资市值的变化和现金流的时间。

B. 投资回报对比

54. 养恤基金仍然是地域上投资最分散的养恤基金，在维持其美元账户的同时，拥有多种其他货币债务。在本报告所述期间结束时，养恤基金 50%以上的资产以非美元货币持有。

55. 在 2011 年 3 月 31 日终了的财政年度期间，养恤基金的回报率为 11.9%，业绩低于政策基准 0.5%。政策基准由下列部分组成：摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数 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开放性多元核心股票指数 6%、美林证券 91 日国库债券 3%。在 2012 年 3 月 31 日终了的财政年度，养恤基金的业绩低于政策基准，回报率为-2.1%。过去 15 年，基金的年化回报率为 6.9%，高于 6.2%的 60/31 基准回报率。

56. 过去 15 年，摩根斯坦利资本国际所有国家指数的年化总回报率为 5.6%，而养恤基金的股票资产类别实现了 6.3%的年化回报率。同期，巴克莱资本全球综合债券指数的年化回报率为 6.1%，而养恤基金债券投资组合实现了 6.6%的年化回报率。截至 2012 年 3 月 31 日，养恤基金的投资涉及 41 个国家、7 个超国家机构和区域机构以及 23 种货币。

¹ JSPB/34/R.10。

57. 风险管理。养恤基金分散投资和采取投资高质公司的保守做法继续保护了基金。投资管理司已广泛运用新实施的风险计量系统作为决策支持工具，监测绝对和相对的负面风险。

58. 改进基础设施。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，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形成了新的基础设施，今后数年将带来降低成本以及提高资金转账安全性的效益。随着基础设施的改善，基金达到了最高行业标准，成为更加安全的客户。

59. 2010年以来，投资管理司风险和合规科制定了几项重要政策，重申该司致力于在道德操守、良好管理、才干和廉洁方面达到最高标准。个人证券政策为有可能造成该司工作人员和养恤基金的投资管理之间实际或明显的利益冲突的个人投资活动提供了指南。馈赠和招待政策旨在避免个人利益与该司或养恤基金的利益可能出现冲突或似乎可能出现冲突的情况。鉴于对履行敏感领域职能的官员规定了更高标准，该司对接受与该司有业务关系或寻求与该司发展业务关系的任何实体的馈赠采取零容忍规则。强制休假政策要求该司承担信托责任的工作人员每年休年假，休假时间至少连续10个工作日。采取这一控制措施的原因是，某些类型的欺诈行为有时会由于负责的个人未能在场掩盖而暴露出来。通信做法和文件保留政策规定了包括社交网络在内的通信做法和正式文件的保留，以确保养恤基金的安全和廉洁。

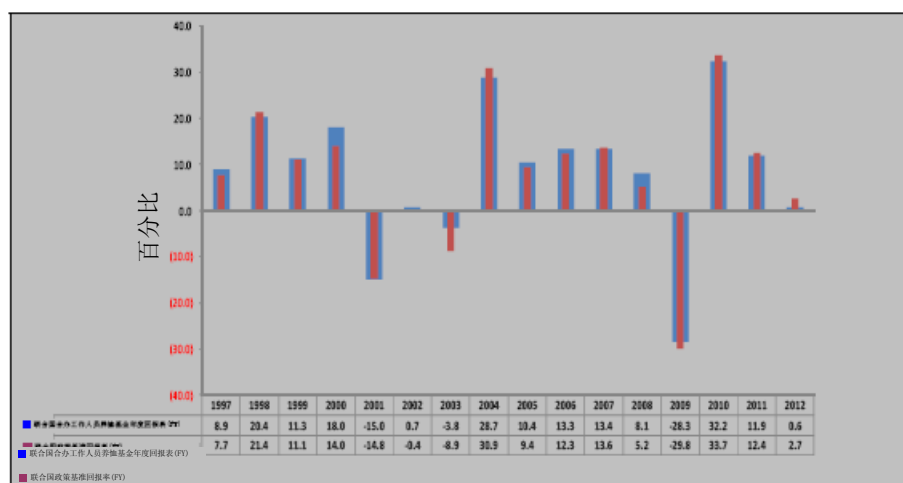
60. 多个托管人和独立总账管理人。与北方信托签订了独立总账管理人合同，2012年6月1日起生效。与花旗银行全国协会签订了新兴市场和前沿市场全球托管服务合同，2012年7月2日起生效。在编写本报告时，开户和从北方信托向花旗全国协会转换资产的工作正在进行。与另一家银行的合同谈判失败，正在准备一项新的发达市场全球托管服务招标书。养恤基金吸取从2008年影响全球金融机构的经济危机中获得的经验，养恤基金实施这种新的多个托管人和独立总账管理人模式，以将风险降至最低。

61. 全球税务咨询服务。养恤基金目前正在聘请一个全球性的税务顾问，以协助其退税工作。就养恤基金目前的人力资源而言，在没有现行退税程序的辖区启动退税的努力既艰巨和又费时。全球税务顾问将协助养恤基金在这方面的努力，并对所有应收税款的回收程度进行全面审查。他们还将协助养恤基金调整与私营房地产和私募股权基金的有限合伙人协议，以确保免税。

C. 长期回报率

62. 从2010年4月1日至2012年3月31日，基金经历了联合国合办工作人员养恤基金历史上最动荡的市场。从历史上看，股票市场在1993年至2000年间有着可观的正面回报，但随后三年急速下滑。2004年至2008年，股票市场有正面的回报。自那时以来，市场经历了大幅波动。在过去的2011和2012两个财政年度，基金回报率为11.9%和0.6%，业绩分别低于政策基准的0.5%和2.07%。

图一
联合国合办工作人员养恤基金长期回报率



简称：FY，财政年度。

63. 如下图所示，在截至 2012 年 3 月 31 日 10 个年期的 6 个中，养恤基金回报率高于政策基准回报率。在有数据可查的 50 年期间，年化总回报率为 8.2%，按美国消费物价指数调整后，实际回报率为 3.8%。

图二
截至 2012 年 3 月 31 日的各年期业绩

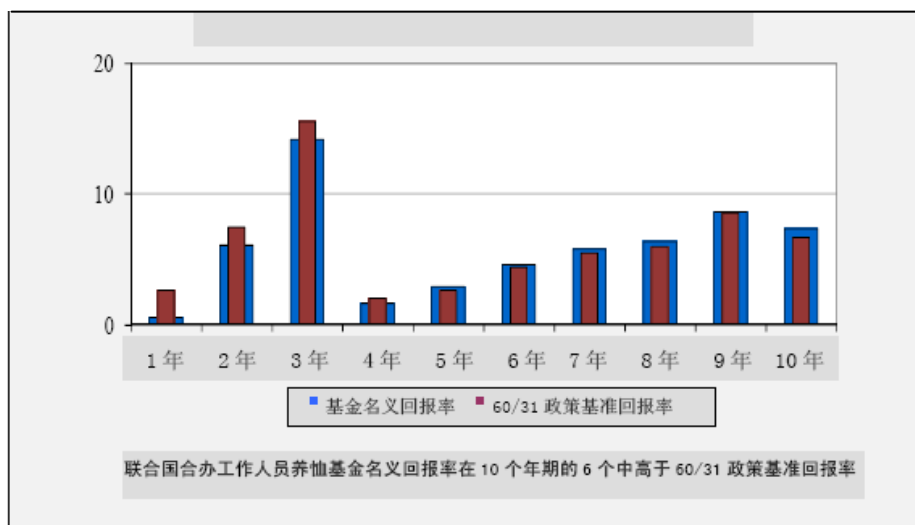


表 4
 养恤基金总额：投资年度总回报率

(按照 1962 年 3 月 31 日至 2012 年 3 月 31 日市值计算的百分比回报率)

年份	股票				债券				不动产	短期投资	养恤基金 投资共计
	美国	美国境外	投资共计	摩根斯坦利 资本国际 世界指数 ^a	美国	美国境外	投资共计 ^c	花旗集团 世界政府 债券指数 ^d			
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
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

年份	股票				债券				不动产	短期投资	养恤基金 投资共计
	美国	美国境外	投资共计	摩根斯坦利 资本国际 世界指数 ^a	美国	美国境外	投资共计 ^c	花旗集团 世界政府 债券指数 ^d			
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
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

年份	股票			债券							
	美国	美国境外	投资共计	摩根斯坦利 资本国际 世界指数 ^a	美国	美国境外	投资共计 ^c	花旗集团 世界政府 债券指数 ^d	不动产	短期投资	养恤基金 投资共计
2006				20.3 ^b (摩根斯坦利资本国际所有国家指数)				(2.6) ^e (巴克莱全球综合指数)			12.3 ^e 60/31 ^f
2007	9.4	20.6	15.7	16.4 (摩根斯坦利资本国际所有国家指数)	7.1	9.4	8.4	8.1 (巴克莱全球综合指数)	24.0	5.5	13.4 ^e 60/31 ^f
2008	(0.6)	5.9	3.4	(0.7) (摩根斯坦利资本国际所有国家指数)	8.3	18.4	15.1	15.3 (巴克莱全球综合指数)	9.0	8.3	8.1 60/31 ^f
2009	(34.6)	(45.1)	(41.0)	(42.7) (摩根斯坦利资本国际所有国家指数)	(1.4)	(12.6)	(8.6)	(4.9) (巴克莱全球综合指数)	(22.9)	3.9	(28.3) 60/31 ^f
2010	42.6	62.2	54.1	56.3 (摩根斯坦利资本国际所有国家指数)	5.9	16.7	10.8	10.2 (巴克莱全球综合指数)	(17.4)	(2.7)	32.2 60/31 ^f
2011	14.9	13.1	13.8	14.6 (摩根斯坦利资本国际所有国家指数)	5.4	10.3	8.2	7.1 (巴克莱全球综合指数)	12.5	1.3	11.9 60/31 ^f
2012	6.7	(7.3)	(1.2)	(0.2) (摩根斯坦利资本国际所有国家指数)	6.9	3.1	4.6	5.3 (巴克莱全球综合指数)	10.8	1.2	0.6 60/31 ^f

^a 摩根斯坦利资本国际指数采用一致的指数构建和维护方法，提供覆盖超过 70 个国家的发达市场、新兴市场和前沿市场的股票详情。

^b 摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数由 45 个国家的指数组成，包括 24 个发达国家和 21 个新兴市场国家的指数。

^c 1975 年以前美国境外债券所占的比例不大。

^d 花旗集团世界政府债券指数由 18 个主要债券市场组成，所罗门·史密斯·巴尼世界政府债券指数的名称已改为花旗集团世界政府债券指数。

^e 巴克莱资本全球综合债券指数——2008 年 11 月 3 日起使用；雷曼兄弟公司全球综合债券指数更名为巴克莱资本全球综合债券指数。

^f 60/31 政策基准由下列部分组成：摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数 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
养恤基金总额：按市值计算的年度回报率

(2012 年 3 月 31 日终了若干期间的百分比)

	2012	2011	2010	2009	2008	2012 年之前 的 5 年	2012 年之前 的 10 年	2012 年之前 的 15 年
美国股票	6.7	14.9	42.6	-34.6	-0.6	4.2	—	—
美国境外股票	-7.3	13.1	62.2	-45.1	3.9	6.7	—	—
股票共计	-1.2	13.8	54.1	-41.0	3.4	4.4	6.1	7.3
美国债券	6.9	5.4	5.9	-1.4	8.3	5.0	—	—
美国以外债券	3.1	10.3	16.7	-12.6	18.4	7.8	—	—
债券共计	4.6	8.2	10.8	-8.6	15.1	6.5	8.2	6.5
房地产类投资	10.8	12.5	-17.4	-22.9	9.0	-0.6	7.9	8.9
短期投资	1.2	1.3	-2.7	3.9	8.3	3.2	4.4	—
以美元计的养恤基金总额	0.6	11.9	32.2	-28.3	8.1	5.4	7.3	7.5
按通胀调整后的回报率 (根据美国消费物价指数)	-2.1	9.2	29.2	-28.1	4.0	0.7	4.8	4.5

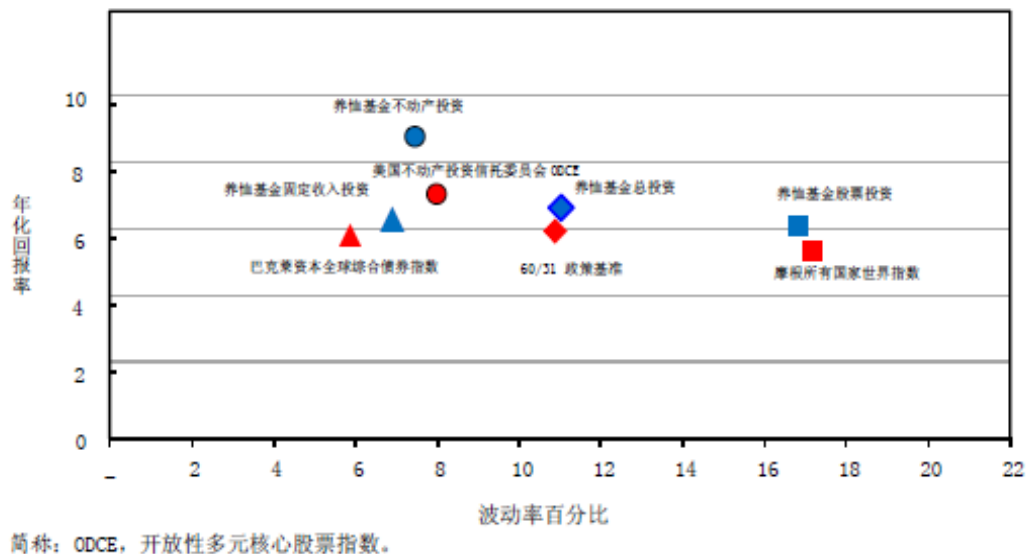
D. 风险回报情况

64. 过去 15 年，养恤基金 6.9% 的年均回报率高于 6.2% 的政策基准回报率。养恤基金 11.0% 的波动率略高于 10.8% 的基准波动率。养恤基金的投资组合非常分散，包括所有主要资产类别和证券。

65. 按资产类别分，养恤基金股票组合回报率 6.4%，高于摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数 5.6% 的回报率，养恤基金股票组合的风险状况 (16.8%) 与摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数 (17.2%) 相比要好得多。债券投资组合的业绩 (15 年平均回报率 6.6%) 超过了巴克莱资本全球综合债券指数 (6.1%)，但其波动率 (6.9%) 高于该指数 (5.9%)。

图三

联合国合办工作人员养恤基金到 2012 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

66. 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。2012 年 3 月 31 日，在发展中国家的直接和间接投资已达 59 亿美元，比 2010 年 3 月 31 日的 48 亿美元增长大约 23%。增加的部分投在发展中的亚洲区域、非洲区域、欧洲区域和拉丁美洲区域。

67. 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、拉丁美洲和东欧进行了投资考察。为找到适当的投资工具，养恤基金在考虑基金整体的投资标准和战略的情况下，继续审查对这些市场的投资。

表 6
与发展有关的投资：2010 年 3 月 31 日和 2012 年 3 月 31 日的账面价值

(千美元)

	账面价值		市值		两年期年化 回报率(百分比)
	2010 年共计	2012 年共计	2010 年共计	2012 年共计	
非洲					
埃及	14 799	0	17 226	0	n/a ^a
南非	242 903	293 376	350 483	394 822	n/a ^a
区域基金	110 044	131 295	121 707	118 606	(1.28)
小计	367 746	424 671	489 416	513 428	
发展机构	79 203	79 203	85 912	91 299	
非洲共计	446 949	503 874	575 328	604 727	
亚洲					
中国	872 935	1 130 676	1 140 989	1 377 518	n/a ^a
印度	180 663	287 467	302 472	335 822	n/a ^a
马来西亚	513 681	563 941	562 907	657 997	n/a ^a
卡塔尔	10 002	0	10 462	0	n/a ^a
大韩民国	653 007	685 006	795 906	917 559	n/a ^a
新加坡	180 568	334 497	253 741	383 485	
区域基金	261 624	117 263	216 141	202 198	
小计	2 672 480	3 118 850	3 282 618	3 874 579	
发展机构	55 118	30 173	58 739	36 775	
亚洲共计	2 727 598	3 149 023	3 341 357	3 911 354	
欧洲					
塞浦路斯	0	0	0	0	n/a ^a
土耳其	73 312	52 691	110 793	82 076	(1.25)
区域基金	0	0	0	0	n/a ^a
小计	73 312	52 691	110 793	82 076	
发展机构	0	297 804	0	331 951	
欧洲共计	73 312	350 495	110 793	414 027	
拉丁美洲					
阿根廷	0	0	0	0	n/a ^a
巴西	276 823	590 677	571 686	768 176	n/a ^a
智利	20 056	47 692	45 499	69 880	n/a ^a

	账面价值		市值		两年期年化 回报率(百分比)
	2010 年共计	2012 年共计	2010 年共计	2012 年共计	
哥伦比亚	2 951	2 951	4 830	6 832	21.72
墨西哥	444 034	472 501	593 348	646 448	n/a ^a
委内瑞拉玻利瓦尔共和国	19 965	19 965	24 023	25 316	n/a ^a
区域基金	0	0	0	0	
小计	763 829	1 133 786	1 239 386	1 516 652	
发展机构	136 316	98 587	141 999	107 778	
拉丁美洲共计	900 145	1 232 373	1 381 385	1 624 430	
其他发展基金					
国际复兴开发银行	318 025	526 598	351 964	597 238	n/a ^a
国际金融公司		104 177		106 761	n/a ^a
国际免疫融资机制		24 406		27 120	n/a ^a
欧洲投资银行	315 002	^b	323 446	^b	
新兴市场信托债券基金	21 600	26 902	36 951	40 870	24.39
新兴市场中东基金	19 746	15 145	15 793	16 871	3.36
新兴市场投资者基金	0	0	0	0	
其他发展基金共计	674 373	697 228	728 154	788 860	
总计	4 822 377	5 932 993	6 137 017	7 343 398	

^a n/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率。

^b 2012 年数字见上文“欧洲发展机构”项下。

七. 结论

68. 像所有其他的基金管理机构一样，联合国合办工作人员养恤基金经历了过去几年全球金融危机所带来的前所未有的动荡。基金正在实现长期投资目标，在过去 10 年中达到实际回报率 3.5% 的精算要求和按照政策基准相对良好的业绩。为寻找可能提高投资回报率和进一步分散投资的机会，投资管理司开始进行另类投资，2010 年主要投资私募股权。由于强劲的增长潜力，目前正在认真审议新兴市场和前沿市场进一步分散投资的机会。利用交易所交易基金是快速和低成本地实施战术性资产配置的有效手段。新成立的交易执行团队(目前正在征聘)有技术基础设施的改善作为支持，将有助于实现最佳的执行，降低交易成本。风险计量也已得到实施，投资组合的风险得到全面和系统的监测。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，但在本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养恤基金安全，为今后几年打下一个更为稳固的基础。

69. 大会不妨注意本报告及本报告附件所示关于新兴市场投资的相关报告。

附件

新兴市场：过去十年概览

1. 在过去的十年中，联合国合办工作人员养恤基金对新兴市场的投资大幅增加。养恤基金管理的新兴市场总资产从 2000 年底的 2.65 亿美元增加至 2012 年 41.50 亿美元，约占养恤基金总额约 9%。
2. 对新兴市场的投资主要通过上市公司的股票。股票部分达到 37.50 亿美元，其中 96.4% 为内部投资，其余部分通过外部基金投资于前沿市场。养恤基金还逐渐增加对其他工具的投资，私募股权投资 3.75 亿美元，房地产投资约 1.1 亿美元，固定收益投资 7 100 万美元。
3. 多年来，投资管理司已经建立了一个专门的投资团队，并制定了一套在新兴市场选择和投资股票的严格程序。
4. 新兴市场成熟程度和深度不断提高，正在成为机构投资者的一个主要投资对象。大多数金融机构正在这一资产类别上投入大量的人力和技术资源。
5. 投资管理司认为，未来几年内通过了解各新兴经济体国家、部门和公司的基本情况创造提高业绩的机会将会变得更大。

当前的投资组合和分散投资

6. 投资组合包括在超过 40 个国家的直接投资和间接投资，其中包括 10 个非洲国家。如果按照摩根斯坦利资本国际指数的定义，21 个国家为新兴市场，26 个国家为前沿市场。后者占市场资本总额不足 4%。
7. 巴西、墨西哥、中国、印度、南非和俄罗斯联邦等较大市场提供了差异化和多元化投资机会，仍然吸引着大量的外国组合股票投资，但出于分散投资的考虑，对其他地区的关注也在增加。
8. 新兴国家拥有庞大的未开发国内市场和迅速增长的中产阶级。这一有待开发的国内需求可能是未来经济增长的主要动力。随着人口的不断扩大和城市化，基础设施建设支出的增加对新兴经济体至关重要。

业绩和风险

9. 新兴市场是一个高风险、高回报的投资环境。在过去的十年中，大多数新兴市场的业绩高于摩根斯坦利资本国际世界指数，即便是市场由于全球经济危机而调整后依然如此。
10. 投资组合原来按照正常经济条件下的操作而设计，但在过去的五年中(见附录)，世界不得不面临数十年来最严重的金融危机。在此期间，养恤基金业绩一直略低于政策基准，但与业内同行的业绩相一致，并处于合理的风险水平。
11. 养恤基金选择投资优质可靠和可持续发展的公司并长期持有，因而营业额较低。良好的管理往往是克服地缘政治或经济暂时不稳定的关键。

12. 流动性问题已成为养恤基金一个重大的挑战。随着资产的迅速增加，指数越来越大的部分投资已有难度。此外，还确定养恤基金准则规定的某些限制，如非烟草政策、税收(尽管有《联合国特权和豁免公约》)和分处托管问题，对整体业绩产生了负面影响。

战略

13. 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数年将继续经历更加快速的经济增长。大多数地区普遍得益于政治稳定、体制改革和治理的改善。

14. 由于发达市场旷日持久的动荡已经影响了新兴市场一些基本的增长动力，包括全球贸易、外国直接投资以及商品和能源价格，新兴市场也经历了调整。市场的调整不仅反映了全球的担忧，也反映了 2012 年盈利估计的下调。

15. 然而，新兴市场治理机构有充分的能力提供财政和货币刺激政策，以保持经济增长，而 2013 年及以后的长期动力，如消费者不断提高的消费能力等依然存在。新兴国家财政赤字较小，经常账户状态良好，储备结余充盈，人口因素有利。

16. 在估值方面，新兴市场股票目前按其价格收益比率长期平均值 25%的折扣和发达市场可观的折扣交易。盈利和红利收益接近历史高位。

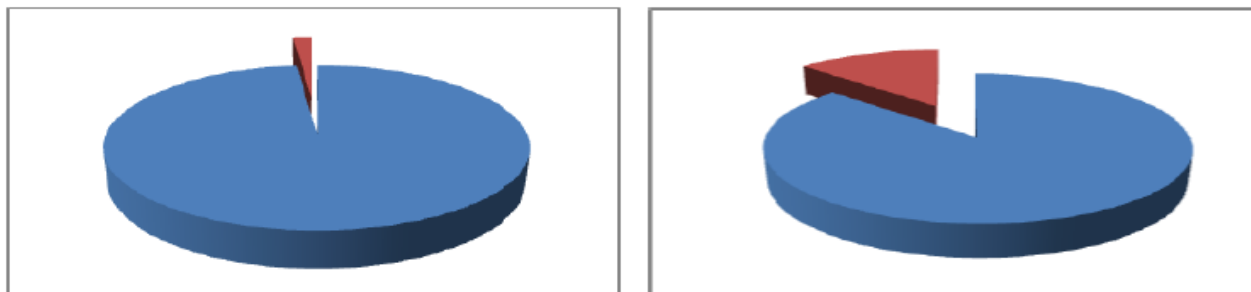
17. 在未来的十年中，新兴市场国家国内生产总值的比例将接近全球经济的 50%。仅包括新兴市场可投资部分的摩根斯坦利资本国际新兴市场指数占摩根斯坦利资本国际世界指数的约 13.5%。预计到 2030 年，新兴市场将增长至占全球股票市场资本总额 40%至 45%的规模。

18. 联合国合办工作人员养恤基金应谨慎地增加对全球新兴市场的投资，寻求对养恤基金没有过度风险的丰厚回报。最终目标将是在未来五年内达到养恤基金的投资组合中股票总额 20%的权重。

附录

2000 年：养恤基金的 1.1%

2012 年：养恤基金的 9.1%



截止 2012 年 6 月 30 日	管理的 资产(10 亿)	团队规模	5 年业绩	跟踪误差	股票数量
养恤基金——新兴市场	3.8	5	-0.3	2.5	144
瑞德新兴市场基金	15.2	58	2.1	10.0	87
安本环球新兴市场基金	13.0	33	2.3	9.1	71
安石新兴市场管理全球广 泛性主动基金	4.3	33	-2.1	3.6	108
摩根大通新兴市场——机 构性	2.3	30	1.5	8.7	65
富兰克林邓普顿新兴市场 机构性	1.1	50	-1.1	8.3	65

资料来源：彭博投资组合、联合国合办工作人员养恤基金、安石。

风险/回报率统计和特征：2012 年 3 月 30 日终了 5 年期					
	投资组合	指数		投资组合	指数
收益率	-0.3	0.21	PER	11.8	11.3
超额收益率	-0.51		PCF	6.5	7.3
跟踪误差	2.52		5 年期 EPS 增长	16.5	14
信息比率	-0.2		ROE	21.2	23.7

简称：PER：价格收益比率

EPS：每股收益

PCF：股价与现金流比率

ROE：股票收益率