华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考



策略研究

策略点评

证券研究报告

# 挪威主权基金回顾（三）：历史业绩与长期盈利机制

团队成员
分析师： 赵月(S0210524050016)
zy30563@hfzq.com.cn

相关报告

**投资要点：**

- **长期回报来自复利而非逐年获利。**

  1998—2025 年基金年化收益率为 6.64%，扣除通胀和管理成本后的年化实际收益率为 4.34%；负收益年份集中在全球市场系统性调整期。

- **上涨与亏损主要由资产配置和市场周期解释。**

  2009 年和 2019 年的高收益分别受益于危机后的股票、债券市场修复和全球权益普涨；2008 年、2018 年和 2022 年的亏损则与金融危机、权益回撤及加息冲击有关。

- **稳定机制是基准约束、再平衡、全球分散和低成本。**

  70%股票、30%债券的战略基准决定主要风险来源；再平衡、1.25 个百分点的主动风险上限及低费率管理，使基金能在承受短期波动的同时积累长期回报。

- **风险提示**

过去业绩不代表未来，长期平均收益可能掩盖阶段性大幅回撤。全球股票、债券利率和汇率波动可能显著影响基金收益及以挪威克朗计价的市值。文中盈亏归因依据公开年报，只能解释主要驱动，不能还原全部交易决策。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考


## 正文目录

1 历史业绩 波动中积累长期回报.....3
1.1 1998 年以来长期回报保持稳定.....3
1.2 上涨年份主要由权益资产和市场修复驱动.....3
1.3 长期均值并不代表每年稳定兑现.....4
2 盈亏归因 大涨做对什么，亏损为何发生.....4
2.1 危机中执行配置纪律，分享随后市场修复.....4
2.2 大幅亏损主要来自系统性风险同步冲击.....5
2.3 区分投资收益、资金流入与汇率变化.....6
3 操作总结 长期盈利来自制度与执行.....6
3.1 基准、再平衡与风险上限稳定组合纪律.....6
3.2 全球分散和长期资金属性提高持有能力.....7
3.3 低成本与有限主动管理积累增量收益.....7
4 风险提示.....7

## 图表目录

图表 1： 1998—2025 年基金年度收益及累计年化收益.....3
图表 2： 各类资产历史收益率表现.....4
图表 3： 基金长期收益、通胀、成本与风险指标.....4
图表 4： 基金市值增长来源.....5
图表 5： 基金市值年度变动分解.....5
图表 6： 年度相对收益与累计年化相对收益.....6
图表 7： 基金预期相对波动率.....7

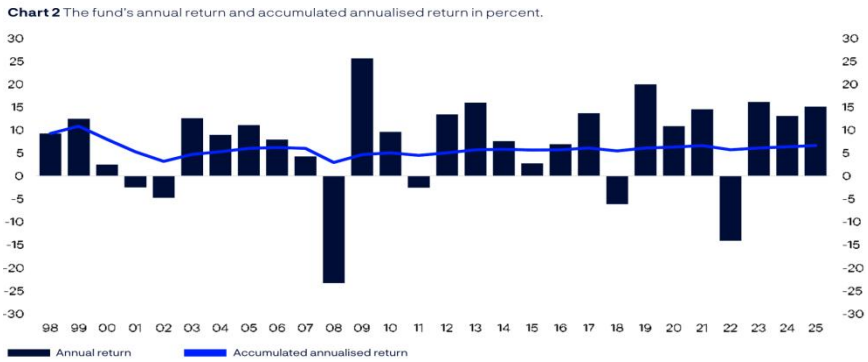
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考


# 1 历史业绩 波动中积累长期回报

## 1.1 1998 年以来长期回报保持稳定

基金自 1998 年开始投资以来，年度收益并非单边上行。1998—2025 年间，2001 年、2002 年、2008 年、2011 年、2018 年和 2022 年录得负收益，其余年份为正收益；其中 2008 年约-23.3%为历史最大年度跌幅，2009 年约 25.6%为最高年度涨幅。尽管年度波动明显，截至 2025 年末，基金累计年化收益率仍达到 6.64%。

**图表 1： 1998—2025 年基金年度收益及累计年化收益**

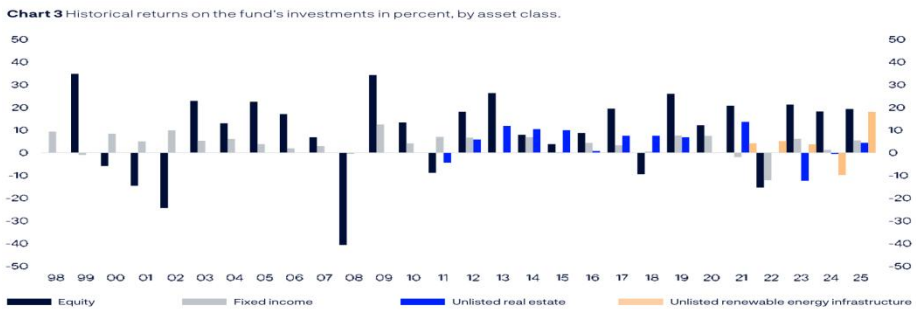



来源：Norges Bank Investment Management《Government Pension Fund Global Annual Report 2025》，华福证券研究所

## 1.2 上涨年份主要由权益资产和市场修复驱动

基金的高收益年份往往对应全球风险资产上涨。2009 年收益率为 25.6%，2019 年为 19.9%;2020—2021 年分别为 10.9%和 14.51%,2023—2025 年又连续取得 16.14%、13.09%和 15.11%的正收益。全球股票普涨、企业盈利改善和危机后的估值修复通常是业绩上行的首要来源。

**图表 2： 各类资产历史收益率表现**




来源：Norges Bank Investment Management《Government Pension Fund Global Annual Report 2025》，华福证券研究所

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考


### 1.3 长期均值并不代表每年稳定兑现

截至2025年末，基金自1998年以来年化名义收益率为6.64%，年化通胀为2.13%，年化管理成本为0.07%，扣除两者后的年化实际收益率为4.34%。同期实际波动率为8.32%。这说明长期回报依赖跨周期持有和复利积累，投资者不能把6%以上的长期均值理解为每年都能实现的固定收益。

**图表3： 基金长期收益、通胀、成本与风险指标**

**TABLE 5** Historical key figures as at 31 December 2025. Annualised data, measured in the fund's currency basket.

| | Since 01.01.1998 | Last 15 years | Last 10 years | Last 5 years | Last 12 months |
|---|---|---|---|---|---|
| **Fund return (percent)** | **6.64** | **8.05** | **8.47** | **8.26** | **15.11** |
| Annual price inflation (percent) | 2.13 | 2.38 | 2.78 | 4.06 | 2.41 |
| Annual management costs (percent) | 0.07 | 0.05 | 0.05 | 0.04 | 0.04 |
| Net real return on fund (percent) | 4.34 | 5.49 | 5.49 | 3.99 | 12.36 |
| The fund's actual standard deviation (percent) | 8.32 | 8.77 | 9.55 | 9.50 | 6.21 |
| | | | | | |
| Relative return on fund (percentage points)[1] | 0.24 | 0.17 | 0.19 | 0.19 | -0.28 |
| The fund's tracking error (percentage points)[1] | 0.62 | 0.39 | 0.40 | 0.45 | 0.33 |
| The fund's information ratio (IR)[1,2] | 0.39 | 0.41 | 0.42 | 0.33 | -0.78 |

[1] Based on aggregated equity and fixed-income investments until end of 2016.
[2] The fund's information ratio (IR) is the ratio of the fund's average monthly relative return to the fund's tracking error. The IR indicates how much relative return has been achieved per unit of relative risk.

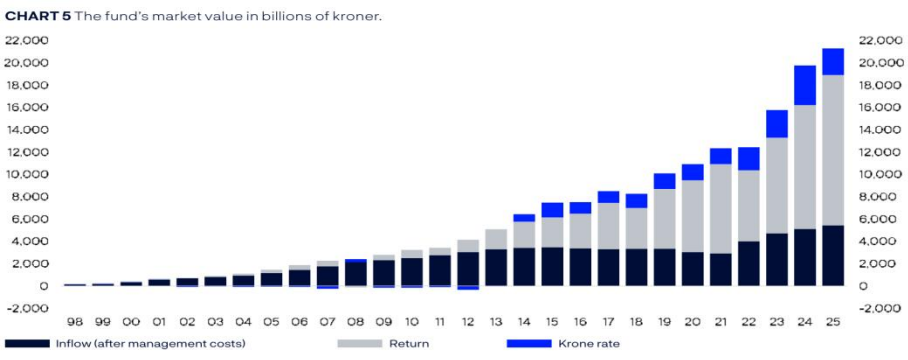
来源：Norges Bank Investment Management《Government Pension Fund Global Annual Report 2025》，华福证券研究所

## 2 盈亏归因 大涨做对什么，亏损为何发生

### 2.1 危机中执行配置纪律，分享随后市场修复

2008年金融危机期间，基金将当年高额资金流入投入全球股票，并继续完成提高股票权重的长期安排，而不是在市场低位退出。2009年国际股票和固定收益市场反弹，基金取得25.6%的创纪录收益，并跑赢基准4.1个百分点；固定收益组合的相对收益贡献尤其突出。2019年全球主要市场和行业股票普涨，股票收益率达到26.0%，推动基金整体收益率升至19.9%。

**图表4： 基金市值增长来源**



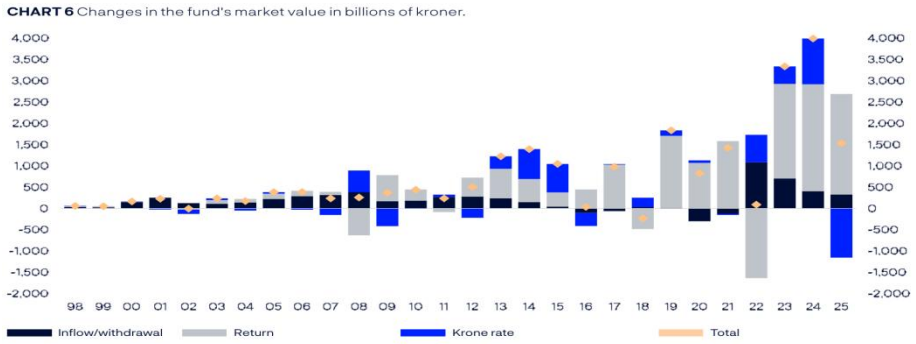

来源：Norges Bank Investment Management《Government Pension Fund Global Annual Report 2025》，华福证券研究所

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考


## 2.2 大幅亏损主要来自系统性风险同步冲击

2008 年全球金融危机使基金亏损 23.3%，股票和部分流动性较弱的固定收益头寸同时承压。2018 年基金亏损 6.1%，其中股票收益率为-9.5%，而固定收益和非上市房地产分别为 0.6%和 7.5%。2022 年在高通胀、快速加息和欧洲战争背景下，股票与债券分别下跌 15.4%和 12.1%，传统股债分散在利率冲击中阶段性失效，基金整体亏损 14.1%。

**图表 5： 基金市值年度变动分解**

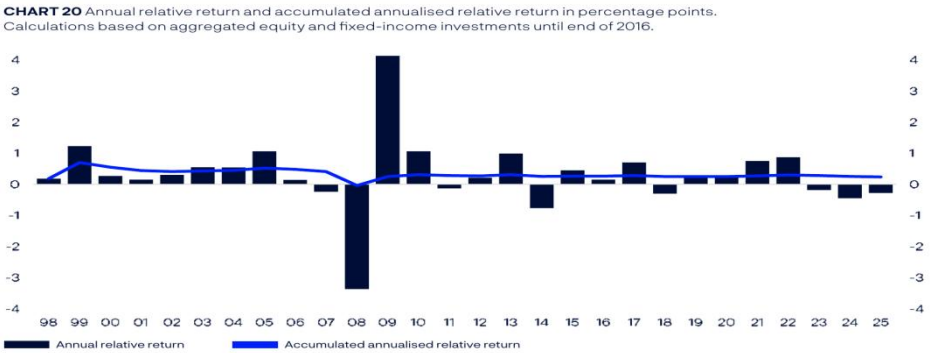



来源：Norges Bank Investment Management《Government Pension Fund Global Annual Report 2025》华福证券研究所

## 2.3 区分投资收益、资金流入与汇率变化

基金以国际货币篮子衡量投资收益，但财务报表以挪威克朗列示基金价值，两者不能混为一谈。2022 年虽然投资亏损 1.637 万亿挪威克朗，克朗贬值和资金流入仍使年末基金价值较上年略增。2025 年，投资收益为 2.362 万亿挪威克朗，克朗升值带来负 1.155 万亿挪威克朗的汇率折算影响。在投资收益、资金流入和汇率变化等因素共同作用下，基金价值全年仍净增 1.526 万亿挪威克朗。分析年度表现时，应分别观察投资收益、资金流入和汇率折算影响。

**图表 6： 年度相对收益与累计年化相对收益**




来源：Norges Bank Investment Management《Government Pension Fund Global Annual Report 2025》华福证券研究所

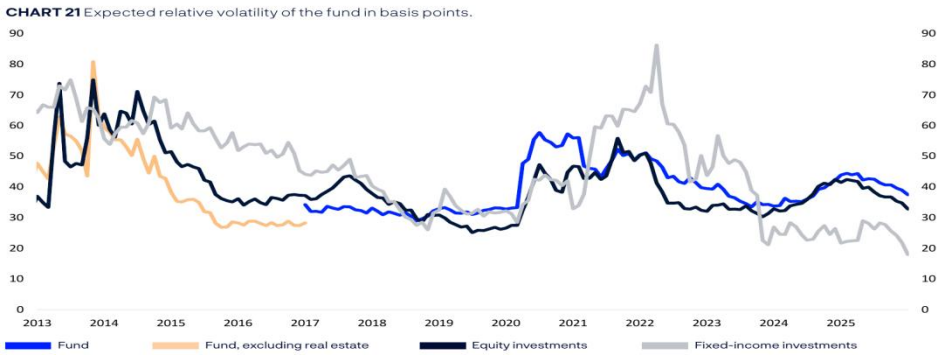
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考


# 3 操作总结 长期盈利来自制度与执行

## 3.1 基准、再平衡与风险上限稳定组合纪律

财政部设定的战略基准由 70%股票和 30%债券组成，决定基金大部分长期风险与收益。当股票权重相对 70%目标偏离达到 2 个百分点时，规则要求再平衡；NBIM 相对基准的预期波动率上限为 1.25 个百分点。制度化约束使组合在上涨后控制权益敞口、在下跌后恢复目标配置，减少情绪化择时，并把主动管理限制在可承受范围内。

**图表 7： 基金预期相对波动率**




来源：Norges Bank Investment Management《Government Pension Fund Global Annual Report 2025》，华福证券研究所

## 3.2 全球分散和长期资金属性提高持有能力

基金跨市场、国家、货币和资产类别投资，2025 年末覆盖 68 个国家和 41 种货币。广泛分散不能消除全球性下跌，但能降低单一国家、行业或公司的冲击。基金没有短期赎回压力，且持续接受政府资金划转，因此能够在市场剧烈波动时维持战略配置，等待企业盈利和风险资产价格修复。

## 3.3 低成本与有限主动管理积累增量收益

基金长期盈利的主体来自全球市场风险溢价，而非频繁择时。1998—2025 年基金相对基准年化超额收益为 0.24 个百分点，实际跟踪误差为 0.62 个百分点，说明主动管理贡献有限但长期为正。同期年化管理成本仅 0.07%，2025 年为 0.04%。低费率减少复利损耗，市场敞口、证券选择和资产配置三类策略则在严格风险预算内争取增量收益。

# 4 风险提示

1. 过去业绩不代表未来，长期平均收益可能掩盖阶段性大幅回撤。

2. 全球股票、债券利率和汇率波动可能显著影响基金收益及以挪威克朗计价的市值。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考


3. 文中盈亏归因依据公开年报，只能解释主要驱动，不能还原全部交易决策。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考


## 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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别 | 评级 | 评级说明 |
|---|---|---|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

**华福证券研究所　上海**
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn