



大会

Distr.: General
19 August 2016
Chinese
Original: English

第七十一届会议

第五委员会

临时议程* 项目 142

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基金投资而采取的措施

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；秘书长与联合国投资委员会协商行事，同时会考虑大会的一般性政策意见以及联合国工作人员养恤金联合委员会时有提出的关于投资政策的意见和建议。投资委员会提供关于投资策略的咨询意见，并在其季度会议上审查基金的投资情况。第一位全职秘书长代表在 2014 年 10 月就职。该代表被授予的责任和权力是，就涉及秘书长的养恤基金资产投资信托责任的所有事项，代表秘书长行事，包括代表秘书长出席养恤基金投资委员会和联合委员会的会议以及其他讨论基金投资问题的会议。秘书长代表由投资管理司工作人员协助工作。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. 在其 2014 年 4 月 9 日第 68/247 B 号决议第八节第 7 段中，大会请秘书长提供关于其代表的业绩情况。因此，本报告内容包括但不限于秘书长代表的业绩情况，并通过该代表与秘书长的契约来评定，包括方案目标和管理指标。

3. 请注意，本报告之前的几项报告的审查期是 3 月 31 日终了的财政两年期。编

* A/70/150。



写本报告采用的是日历年两年期，从而与基金的财务报表和投资业绩报告期一致。

4. 本报告提供关于在日历年两年期中基金投资管理的情况。本报告所述期间为 2014 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日，所提供资料说明的事项包括、但不限于：基金的投资回报、投资分散情况和与发展有关的投资。

二. 两年期内的变化

5. 资产市场价值。在 2015 年 12 月 31 日终了的两年期，基金资产的市场价值在 2015 年 12 月 31 日为 521.14 亿美元，比 2014 年 1 月 1 日的市值 513.66 亿美元增加了 7.48 亿美元，约增 1.5%。

6. 基金的投资业绩以实际和名义两种价值列报，两者都是时间加权的投资回报。实际回报率等于名义回报率减去按美国消费价格指数计算的通货膨胀。

7. 截至 2015 年 12 月 31 日的实际回报。长期投资回报目标，作为要求的精算假设，目前是 3.5% 的实际回报率。在 2015 年 12 月 31 日终了的两年期，基金的年化实际回报率是 0.3%。在 2014 年 12 月 31 日终了的日历年，实际回报率为 2.4%；2015 年 12 月 31 日终了的日历年的实际回报率是 -1.7%。在过去 3 年、15 年、20 年、25 年和 50 年中，基金成功地达到或超过了 3.5% 的长期投资实际回报率目标。50 年期间，基金业绩超过 3.5% 目标 40 个基点，实际回报率为 3.9%。

8. 截至 2015 年 12 月 31 日的名义回报在 2015 年 12 月 31 日终了的两年期，基金的年化名义回报率为 1.1%，业绩比 1.3% 的两年期回报率政策基准低 21 个基点。造成 21 个基点欠缺的主要原因是固定收入头寸期限相对较短和美元在该两年期间强劲，加上在 2014 年对全球股票的选股不佳。在 2014 年 12 月 31 日终了的日历年，基金的名义回报率为 3.2%，比政策基准回报率 3.7% 低 50 个基点。在 2015 年 12 月 31 日终了的日历年，基金的名义回报率为 -1.0%，比政策基准回报率 -1.10% 高 10 个基点。过去 1 年、3 年、10 年和 15 年来，基金的名义回报率超过政策基准。过去 15 年来，基金实现了 5.6% 的年化名义回报率，比 5.1% 的政策基准高 50 个基点。

9. 政策基准是每一类资产目标比重和基准的加权平均值。政策基准衡量的是短期业绩，而基金的长期投资目标是其精算回报假设(目前为 3.5% 的实际回报率)。所述两年期期初的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占 60%、巴克莱资本全球综合债券指数占 31%、美国不动产投资信托委员会开放性多元核心股票指数(实物资产)占 6%、美银美林 91 日国库债券占 3%。截至 2015 年 1 月 1 日，现金和短期基准已更新，从 100% 由美银美林 91 日国库债券组成改为 91 日美国国库债券和 0 至 1 年欧元各占 50%；截至 2015 年 1 月 1 日，政策基准也作了相应更新。截至 2015 年 8 月 1 日，基金的政策基准已在资产负债管理研究结束后，依据新采用的战略资产配置方式进行了更新。截至 2015 年 8

月 1 日的政策基准由以下部分组成：摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数占 58%，巴克莱资本全球综合债券指数占 26.5%，美国不动产投资信托委员会开放性多元核心股票指数占 9%，摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数加 200 基点 (另类投资) 占 5%，50% 的 90 日美国国库债券和 50% 的 0 至 1 年欧元占 1.5%。

10. 2015 年完成了一项资产负债管理研究。因此，在 2015 年更新了基金的战略资产配置。基金的投资政策声明也在 2015 年修订，以纳入新的战略资产配置。

11. 战略资产配置包括每类资产的目标比重和浮动幅度。战略资产配置目标比重所体现的资产组合被认为最有可能实现养恤基金 3.5% 的实际回报率的长期目标。表 1 显示 2015 年期间战略资产配置的变化。

表 1
战略资产配置

(百分比)

资产类别	2015 年 8 月 1 日前			2015 年 8 月 1 日		
	下限	目标	上限	下限	目标	上限
全球股票	50	60	70	50	58	69
实物资产	3	6	9	3	9	10
另类投资	2015 年 8 月 1 日之前，基金有另类投资资产配置，但没有在战略资产配置明确列出					
全球固定收入	24	31	38	19	26.5	37
现金和短期	0	3	6	0	1.5	6
共计		100			100	

12. 养恤基金在 2015 年 12 月 31 日的资产配置情况见表 2。由于定期的调整，基金在 2015 年 12 月 31 日的资产类别比重(表 2 右边第一栏)比较近新战略资产配置的目标比重。表 2 还包括基金的战术资产配置。战术资产配置显示，每类资产的近期浮动幅度比战略资产配置浮动幅度要窄。投资委员会每季对战术资产配置浮动幅度进行一次审查。

表 2
截至 2015 年 12 月 31 日的资产配置

(百分比)

资产类别	战略资产配置			战略资产配置		实际 2015 年 12 月 31 日
	下限	目标	上限	近期下限	近期上限	
全球股票	50	58	69	58	64	62.19
实物资产	3	9	10	5	7	6.57

资产类别	战略资产配置			战略资产配置		实际 2015 年 12 月 31 日
	下限	目标	上限	近期下限	近期上限	
另类投资	0	5	10	2	4	3.4
全球固定收入	19	26.5	37	22	28	24.15
现金和短期	0	1.5	6	1	6	3.61
共计		100				100

13. 预计将在今后四年内实现每类资产新的比重目标，因为基金通常四年进行一次资产负债管理研究。基金现已比较接近新的比重目标，但实现新的略高的实物资产和另类投资比重目标尚需时间。

14. 截至 2015 年 12 月 31 日，全球股票占比为 62.19%，而目标是 58%。全球股票占比超重是暂时现象，其原因是目前另类投资和实物资产比重不足。截至 2015 年 12 月 31 日，实物资产和另类投资分别占 6.6% 和 3.5%，新的目标则分别是 9% 和 5%。另类投资和实物资产类似于股票资产，目前全球股票暂时代替这两类资产，这种情况将持续到这两个比重目标的实现。全球股票、另类投资和实物资产合在一起的比重是 72%。截至 2015 年 12 月 31 日，这三个股票性质的资产类别合计比重是 72.24%，非常接近 72% 的合并目标比重。

15. 两年期期间全球股票占比情况。截至 2015 年 12 月 31 日，基金 62.19% 投资于全球股票，并以摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数为基准。在摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数基准中，北美洲的比重略大于其他区域，这给所述两年期业绩带来了有利影响。继续定期通过交易所交易基金在某些市场作快速交易。2014 年 12 月，养恤基金开始投资于两个交易所交易低碳基金，后者紧密跟踪作为养恤基金全球股票基准的摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数的业绩。

16. 两年期期间全球固定收入占比情况。截至 2015 年 12 月 31 日，基金投于全球固定收入的占比是 24.15%，在整个两年期一直是接近这一比重。这接近于全球固定收入比重允许范围的下限，但大大低于所述两年期初采用的战略资产配置关于这类资产比重 31% 的目标。经过资产负债管理研究，从 2015 年 8 月 1 日起，新的全球固定收入比重目标定为 26.5%。减少全球固定收入比重反映了一种共识，即与历史上的水平相比，利率将会比较低。这一看法也导致了决定在所述两年期采取比 BCGI 债券指数基准更短的期限。截至 2015 年 12 月 31 日，全球固定收入投资组合中下列货币的比重超过基准：美元、加拿大元、墨西哥比索、瑞典克朗、挪威克朗、波兰兹罗提、新加坡元、澳大利亚元、韩元和马来西亚林吉特。该组合中日元、欧元和英镑比重低于基准。

17. 两年期期间实物资产占比情况。截至 2015 年 12 月 31 日，基金的实物资产比重是 6.6%。在商业不动产市场的投资活动加速。在 2015 年 12 月 31 日终了的两年期，投资管理司作出 22 项不动产投资承诺，共计 11.8 亿美元、100 亿日元、

8 000 万英镑和 1.25 亿欧元。这中间包括下列诸项承诺：美国境内 8 项，共计 6.25 亿美元；日本 2 项，1 项 5 000 万美元、1 项 100 亿日元；亚洲 4 项，共计 2.25 亿美元；联合王国 2 项，共计 8 000 万英镑；欧洲 5 项，共计 1.25 亿日元和 2.5 亿美元；印度 1 项，3 000 万美元。该司还作出了一项 7 500 万美元的基础设施投资承诺。截至 2014 年 1 月 1 日，不动产投资共计 25.1 亿美元，占基金的 4.3%。截至 2015 年 12 月 31 日，不动产投资共计 33.7 亿美元，占基金的 6.5%。截至 2015 年 12 月 31 日，包括不动产、基础设施和林地在内的实物资产组合投资增至 35 亿美元，占基金的 6.6%。2015 年 8 月 1 日实施的战略资产配置的目标是实物资产比重为 9%，故这个占比以后会逐步增加。

18. 两年期期间另类投资占比情况。截至 2015 年 12 月 31 日，养恤基金的另类投资比重是 3.48%。在所述两年期，基金的另类投资中包括私募股权、全天候基金和初级商品。截至 2015 年 12 月 31 日，基金已向由 29 名基金经理管理的 36 个私募股权基金承诺投资 30 亿美元。在 2015 日历年，养恤基金向 5 个私募股权基金的投资承诺是 4.85 亿美元。2015 年 1 月 1 日至 12 月 31 日期间，基金投资金额约为 4.48 亿美元，收益分配所得 1.45 亿美元。截至 2015 年 12 月 31 日，养恤基金所持私募股权基金投资组合的公平市价为 13 亿美元。约有 18 亿美元的投资承诺资金尚未到位，将在未来四、五年投放。截至 2015 年 12 月 31 日，基金的私募股权投资市值占基金截至该日投资总额市值的 1.1%。基金私募股权组合的内部收益率是 8.3%。基金的私募股权投资组合的业绩比公募股票基准高 370 个基点，并稍高于私募股权基准，高出 40 个基点。投资管理司预计每年将承诺投资于私募股权基金约 8 亿美元，上下浮动 2 亿美元。自 2012 年以来，持有 5 亿美元的全天候基金，一种风险均衡、仅持长仓股的资产配置战略。全天候基金测试战略的核心原则是捕捉整个资产类别中的风险溢价，同时尽量减少经济环境变化带来的风险。为实现分散投资，全天候基金不仅投资单纯股票和债券，还投资证券、初级商品、全球债务、货币和衍生物。在所述两年期，全天候基金减去费用后的年化净回报率为 0.2%。在 2015 日历年，全天候基金减去费用后的回报率是 -6.8%，但 2014 日历年净回报率是 7.7%。在两年期中，养恤基金所持数量不多的初级商品基金表现不佳，因为这一期间初级商品行情不佳。基金投资于初级商品旨在套期保值，应对通货膨胀风险。在 2015 年 12 月 31 日终了的两年期，养恤基金的初级商品投资回报率是 -24.4%，略好于彭博大宗商品指数基准回报率，后者是 -24.6%。在上述期间，所有初级商品基金都出现负回报率，石油价格下降是主要因素。2015 年 8 月 1 日实施的战略资产配置的目标是另类投资比重为 5%，故这个占比以后会逐步增加，并以私募股权为重。

19. 两年期期间现金和短期投资占比情况。截至 2015 年 1 月 1 日，现金和短期基准已更新，从 100%由美林 91 日国库债券组成改为 90 日美国国库债券和 0 至 1 年欧元各占 50%，以体现这类资产投资的全球性质。2015 年 8 月 1 日，采取新

的战略资产配置,因而现金和短期投资在基金资产中的目标比重从 3%降至 1.5%。截至 2015 年 12 月 31 日,现金和短期投资占基金资产的 3.6%。

20. 投资管理处(现为投资管理司)从 1983 年成立到最近,一直是主要根据非全权顾问的建议管理基金资产。应大会要求,并商投资委员会,投资管理司减少了外聘非全权顾问人数,从而为养恤基金减少了费用。在所述两年期,终止聘用固定收入顾问、欧洲证券顾问(法国巴黎银行)、亚太证券顾问(日本日兴资产管理有限公司)、北美证券顾问(Argus),从而每年节省约 410 万美元。考虑到内部专门资源有限,投资管理司留聘了下列领域非全权投资顾问:全球战略(富兰克林邓普顿)、全球新兴市场(日本日兴资产管理和法国巴黎银行)、实物资产(汤森)和私募股权(行健资本)。投资管理司将继续评估这些顾问的业绩,以决定是否应进一步裁减。

21. 在所述两年期,投资管理司新设了 2 个员额。截至 2015 年 12 月 31 日,新员额中有 12 个已填补,包括新设的全职秘书长代表员额。截至 2015 年 12 月 31 日,该司有 25 个空缺,其中 3 个已临时填补。在 22 个未填补员额中,8 个是新员额,14 个是原有员额。

22. 2014 年 12 月 31 日终了的日历年期间,所作交易共计如下:股票 151 亿美元、固定收入 48 亿美元和外汇交易 42 亿美元。2015 年 12 月 31 日终了的日历年期间,所作交易共计如下:股票 101 亿美元、固定收入 49 亿美元和外汇交易 53 亿美元。

23. 2014-2015 年期间,投资管理司的业务和信息系统科工作人员成功地实施了 11 个项目:(a) 在 2014 年第四季度建立了中台业务并实施了涵盖国际和国内股票的 Omgeo 中央交易管理系统和 OASYS 系统与原有的 Charles River 交易订单管理系统的接合;(b) 于 2015 年 1 月终止使用 Murex 后台系统;(c) 于 2015 年 3 月修订了北方信托全球托管合同,以便使自动化交易指令接受系统,该系统提供更好且安全的指令传输方法,而这类指令则涉及福利支付、外汇交易和向实物资产和另类资产基金经理缴纳股款的通知;(d) 于 2015 年 7 月向养恤基金的 Oracle 财务会计系统(取代原有的劳森会计系统)输入了总账管理人的总分类账目资料;(e) 于 2014 年 4 月执行了向彭博投资组合分析系统(投资组合和风险分析功能)的升级;(f) 于 2014 年 2 月实采用 HOLT 投资分析工具;(g) 作了下列升级:微软 2013 年视窗操作系统、消息系统、电子邮件和活动目录、安全管理和文件共享系统;(h) 落实了 OMGEO 的日内瓦灾后恢复站点;(i) SWIFTAlliance Gateway、SWIFTNet Link 和 Hardware Security Modules (HSMs)向 SWIFT Gateway 在云、Alliance Remote Gateway(远端)(ARG)迁移;(j) Wilshire-Abacus 遗留组合计量和会计系统的升级;(k) 投资管理司所有台式计算机升级到微软视窗 7 操作系统和微软 Office 2013。

24. 在 2015 年还开始了一些定于 2016 年完成的举措，其中包括：(a) 落实第一阶段彭博资产和投资管理交易订单管理系统，以此取代原有 Charles River 交易订单管理系统、Wilshire-Abacus 和 SWIFT Alliance 的所有功能，并作了现金预测和账目核对；(b) 与联合国企业服务台解决办法相匹配的 iNeed 服务台工具报告和跟踪问题和事件，从而加以解决；(c) 为建立一个数据中心发出了提供信息的要求。

25. 投资管理司信息和通信技术指导委员会成立于 2014 年 11 月，以指导制定和执行该司的信息和通信战略、标准和政策。

26. 毕马威公司继续担任养恤基金的全球税务顾问，协助基金的退税工作。截至 2015 年 12 月 31 日，基金收到了根据《联合国特权和豁免公约》确认其在 25 个司法管辖地免税地位的税务裁决。在分发收入的最初就获得减免税是最好的解决办法，因为这就免除了不利汇率波动的风险或养恤基金的现金收入被一时扣留。这样还减少申请退还预扣税的管理负担。在要求退税方面，除了中国，基金现已开始从俄罗斯联邦收到预扣税退款；毕马威国际会计公司已协助基金制定了收回以前被扣税款的程序。截至 2015 年 12 月 31 日，从中国收到的退款达 160 万美元，俄罗斯联邦为 40 万美元。基金申请免税的内容之一是要求将豁免扩大到所有税种，包括证券交易税。南非已确认这项退税，以前被南非扣留的 20 万美元交易税正在退还过程中。毕马威国际会计公司未来的工作重点是与法国税务当局和联合王国税务当局交涉，前者是为了敲定免除证券交易税，后者是要得到正式确认，联合王国的印花税不适用于养恤基金。具体而言，通过上述正式确认，截至 2015 年 12 月 31 日，可从联合王国收回 2 060 万美元，从法国收回 410 万美元，并在今后免交这些税。毕马威国际会计公司还在有关结构型期权咨询方面提供了重要帮助，以确保养恤基金通过基金和其他投资工具作出的间接投资同样得到免税。由此获得的税收节省约为 120 万美元。

27. 大会第七十届会议期间，行政和预算问题咨询委员会建议投资管理司制定一项全面的反舞弊政策，起草工作已经开始，预计将在 2016 年通过。该政策草案的许多内容已反映在投资管理司的其他政策和程序中。

三. 经济情况综述

28. 在 2015 年 12 月终了的两年期，美国经济继续缓慢增长，加拿大经济则进一步疲软。

29. 2014 日历年，美国经济实现了(按通货膨胀调整的)2.4%的国内生产总值年均实际增长率，而上年为 3.1%。在 2014 年第一季度出现与气候有关的疲软后(国内生产总值下降了 2.1%)，该年剩余时间增长强劲反弹，几乎所有实际经济活动衡量都展现改善趋势。由于该年美国国内总产值价格减缩指数仅增加了 1.5%，低

通货膨胀持续存在,名义经济扩张率仍低于平均趋势。非农业发薪名单增长强劲,使失业率继续大幅下降,年终时达到金融危机后的低点,即 5.7%,而 2013 年年底为 7.0%。消费者支出(国内总产值人员消费支出)在整个期间仍然有力,平均上升 2.8%,因为消费者信心水平显著改善。

30. 2015 日历年,美国经济实现了(按通货膨胀调整的)2.4%的国内生产总值年均实际增长率,与上年相等。年均名义国内生产总值增长率为 3.4%,反映低价格通货膨胀环境中的经济扩张相对缓慢。这远远低于以往经济复苏期间,那时的名义增长通常为 4%至 6%。2015 年美国国内生产总值价格减缩指数平均为 1.1%(上年为 1.5%),反映能源和初级商品价格低下,全球实际经济活动不振。非农业发薪名单持续增长,使失业率继续大幅下降,年终时达到金融危机后的低点,即 5.0%(而 2014 年年底为 5.7%)。消费者支出(国内总产值人员消费支出)在整个期间仍然相对有力,上升 3.1%,因为就业情况有利,消费者信心水平继续改善。私人投资(住宅和非住宅)也有力挺进,有助于整体增长。虽然汽车工业销售和生产处于成熟的晚周期阶段,但美国住房市场继续在房价相对稳定且负担得起的情况下在销售和建筑方面展现中期周期复苏。2015 年全球能源价格继续崩溃。能源价格从 2014 年的峰值到 2015 年年底下降了 70%以上。能源市场尚未对来自页岩石油勘探的美国生产供应增长予以充分的合理化。这一价格动态以及其他初级商品价格疲软的经济影响很复杂。消费者普遍受益,但能源和许多能源相关企业仍面临压力。可预见的未来仍将对回归政策“正常化”进行很多辩论和解释。这方面的一个迹象是美联储最近逆转,决定在 12 月中旬提高联邦基金利率。

31. 2014 日历年,加拿大经济由于全球需求疲软,初级商品价格(能源和材料)低迷,贸易活动收缩,经历了平缓的国内生产总值增长。2014 年实际经济增长提高 2.4%,高于 2013 年的 2.0%,但在很大程度上与库存有关。低通货膨胀以及对企业投资趋势的担忧导致加拿大银行在 2015 年年初将政策利率从 1.0%降到 0.75%。失业率下降到 6.6%,为经济衰退后的最低水平(2013 年年底为 7.2%)。加拿大元从危机后的坚挺走向多年的疲软,这一现象仍在继续。加拿大元在 2014 年结束时为 1.16,与上年同期相比贬值约 9.4%。

32. 2015 日历年,由于全球经济活动疲软,初级商品价格(能源和材料)低迷,贸易活动收缩,加拿大经济经历了国内生产总值增长减速。2015 年年均实际经济增长 1.0%,而 2014 年为 2.5%。正如对危机后时期的预期,2015 年国内生产总值相对较低。通货膨胀持续底下,企业状况呈乏力趋势,导致加拿大银行在 2015 年两次降低政策利率 0.25%(1 月和 7 月)。2015 年期间,利率从 1.0%降到 0.5%。与美元的坚挺趋势相比,多年来,加拿大元从危机后的坚挺不断走向疲软,2015 年结束时为 1.38,与上年同期相比约贬值 19%。

33. 在 2015 年 12 月终了两年期的低经济增长环境中, 美国股票市场(以标准普尔 500 指数为代表, 按总回报计算)成功实现了约 10.6% 的回报, 加拿大股票市场(以 TSX 指数为代表, 按总回报率计算)下挫了约 4.5%。

34. 欧洲经济状况在 2015 年 12 月 31 日终了的两年期有所改善, 出现了稳定迹象, 劳动力市场、汽车销售和国内生产总值逐步改善。欧洲中央银行继续其刺激政策, 包括利率跌至历史低位, 购买主权债务, 实施贷款方案(定向长期再融资操作)。股市对宏观风险减少和支持性货币政策反应积极, 受到该区域经济数据略有改善的进一步支撑。按当地货币衡量, 股市在所述两年期强劲。预测显示欧元区国内生产总值将出现积极增长, 尽管在低水平上。

35. 在本报告所述期间初期, 日本经济遭受 2014 年 4 月实施的消费税从 5% 升至 8% 的影响, 导致消费乏力。但是, 日本央行 2014 年 10 月令人惊讶地第二次量化宽松, 致使日元大幅贬值, 加上石油价格暴跌, 支持了公司收益。尽管日元疲软, 由于亚洲需求疲软, 整个两年期中没有出现预期的出口复苏。通货膨胀预期持续下降, 核心消费价格指数(消费价格指数不包括生鲜食品, 但包括能源)仍远低于日本央行 2% 的目标。因此, 安倍首相将计划的第二次消费税增加(从 8% 增至 10%)的执行从 2015 年 10 月推迟到 2017 年 4 月。

36. 在本报告所述期间, 澳大利亚经济继续受到采矿、石油和天然气行业资本支出大幅削减的压力。不过, 由于住房市场繁荣发展, 亚洲游客激增, 劳动力市场仍出乎意料地强劲。因此, 在本报告所述两年期, 澳大利亚储备银行仅两次削减政策利率(共计 50 个基点)。

37. 中国游客的旅游活动和花费减少, 出口大幅下降, 消极影响了香港和新加坡的经济。中国和新加坡两国政府为使火爆的住房市场降温而采取的各种措施开始奏效, 这将继续对其经济产生负面影响。

38. 在 2015 年 12 月终了的两年期, 受到中国经济放缓、全球贸易疲弱、初级商品价格崩溃、美元坚挺和人民币意外贬值拖累, 新兴市场经济增长降至 2009 年全球金融危机初期以来最弱水平。地缘政治紧张局势升温, 选举年的不确定性(印度、巴西、土耳其、印度尼西亚等)、一些欧洲联盟(欧盟)成员国的债务状况、对美联储何时提高利率的关注, 使这些困难的市场条件恶化。各大中央银行作出前所未有的货币政策回应, 通过量化宽松刺激经济增长。

39. 中国在 2014 年和 2015 年实现了年度国内生产总值增长 7.3% 和 6.9%, 同时通货膨胀较低, 消费价格指数分别上涨 1.5% 和 1.6%。为应对经济增长减速, 中国人民银行减少了银行准备金要求, 并降低了利率。国有企业改革以及中国向更多由国内消费驱动的经济转变仍然是关键的重点领域。沪港股票市场交易互联互通机制的启动为外国投资者在 A 股市场投资提供了空前的机会, 是中国向实现更加开放的资本账户迈出的重要一步。就印度而言, 国内生产总值增长从 2013 年

的 6.4%加速到 2015 年的 7.2%。消费价格指数已经改善到较低水平，2015 年的增长率为 5.61%，而 2013 年为 9.5%。选出新政府为鼓励更多投资和释放印度经济增长潜力急需的结构改革奠定了基础。印度实施了重大改革，包括《煤法案》以及铁路、公路和国防的外国直接投资上限提高。由于全球经济疲软，依赖出口的大韩民国仍增长欠佳，国内生产总值增长水平较低，2014 年为 3.3%，2015 年为 2.6%。在本报告所述期间，除全球需求疲软之外，韩元坚挺和日元疲软进一步导致出口业绩下滑。韩国银行通过维持宽松货币政策作出了回应。

40. 在拉丁美洲，巴西处于经济衰退，2014 年国内生产总值下降 0.7%，2015 年下降 5.9%。巴西经济受到中国初级商品需求下降影响，同时通货膨胀率高达 10% 以上，巴西雷亚尔疲软，使中央银行无法更积极地进行货币宽松。由于这一时期的政治不确定，经济受到进一步影响，需要以财政紧缩措施减少预算赤字。在强劲的国内需求引领下，墨西哥经济经历了稳健的国内生产总值增长，2014 年为 2.6%，2015 年为 2.4%。驱动国内需求的因素是：汇款增多，创造就业，实际工资增加以及通货膨胀处于历史低位(2015 年消费者价格指数下降到 2.1%，2013 年为 4.0%)。不过，墨西哥银行与美联储上调利率保持一致，自 2008 年以来首次提高利率，限制墨西哥比索贬值造成的通货膨胀压力。

41. 在 2015 年 12 月终了的两年期，东欧国家的经济业绩受到地缘政治紧张局势和初级商品价格下降的不利影响。2014 年，俄罗斯国内生产总值增长减速到 0.2%，2015 年收缩了 3.8%，原因是石油价格崩溃，进口和出口急剧下降，卢比贬值，借贷成本高居不下。在土耳其，尽管选举的不确定性，但是受强有力的私人和公共消费以及较高固定资本形成的驱动，国内生产总值增长仍然强劲，2015 年为 5.7%。波兰国内生产总值从 2014 年的 3.3%加速到 2015 年的 4.3%，主要受保守的法律和司法党赢得 2015 年 10 月选举后承诺更多福利津贴的国内需求驱动。南非经济仍然衰退，国内生产总值增长率从 2014 年的 1.5%降至 2015 年的 0.5%。经济增长下行压力来自持续能源短缺、预算赤字巨大、国内需求疲软、企业和消费者信心下降、初级商品价格下跌以及二十多年来最严重的干旱。

42. 在所述两年期，全球债券市场收益率持续下降到历史最低水平。全球增长预测不断下调，初级商品价格下降，低通货膨胀仍然令人担忧，中央银行疾呼改变政策。美联储虽然强调货币政策仍然宽松，但所述两年期结束时略微提高了联邦基金利率，因为对美国经济前景有信心，劳动力市场不断改善，相信通货膨胀目标将在中期实现。这与全球其他中央银行继续促进和执行宽松政策形成对照。投资者仍然对地缘政治风险、令人失望的全球经济增长、低通货膨胀和中央银行政策有种种顾虑，从而支撑对债券的需求。在这一背景下，全球债券仍处于历史最低水平。到 2015 年底，丹麦、法国、德国、日本、瑞典和瑞士的债券收益为负值。

四. 分散投资

43. 养恤基金将其投资广泛分散到不同货币、资产类别和地域的政策，仍是从长远上改善基金投资组合的风险回报情况的可靠方法。在各大养恤基金中，联合国合办工作人员养恤基金是唯一一家致力于在全球浮动幅度内全面分散投资组合的基金。

44. 通过资产类别分散：在审查资产负债管理研究并与投资委员会协商之后，将政策资产组合定义为长期战略资产配置。在资产负债管理研究结束后，战略资产配置在 2015 年更新。目前的政策资产组合包括以下按资产类别分列的目标比重：股票 58%、固定收入 26.5%、实物资产 9%、另类投资 5%、现金和短期 1.5%。2014 年，战略资产配置由 60% 的股票、31% 的固定收入、6% 的实物资产和 3% 的现金和短期组成。养恤基金正在逐步扩大另类投资和实物资产投资，以进一步加强基金的风险回报。大部分增长将在私募股权和实物资产领域。基金目前处于过渡时期，因为建立对这些资产类别的投资持有需要时间。2014 年和 2015 年日历年结束时，股票占比高于战略资产配置政策的规定。2014 年年底，股票比重为 63.4%，战略资产配置的股票目标为 60%。2015 年底，股票比重为 62.2%，新战略资产配置的目標比重为 58%。2014 年 12 月 31 日，债券比重为 24.6%，接近固定收入比重浮动 24% 的下限，而目标则是 31%。2015 年期间，基金的固定收入目标比重从 31% 减到 26.5%。到 2015 年底，债券资产的比重是 24.1%。实物资产投资从 2014 年 12 月 31 日的 5.4% 增至 2015 年 12 月 31 日的 6.69%。基金新的实物资产目标比重为 9%。截至 2015 年 12 月 31 日，私募股权资产类别有 36 个不同战略组合的有效伙伴关系，共占基金的 2.3%。现金和短期投资在 2014 年 12 月 31 日占基金资产的 3.7%，在 2015 年 12 月 31 日两年期结束时为 3.6%。基金及其投资组合在全年定期调整，以便更靠近每类资产的战略资产配置目标比重。战术资产配置显示每类资产的近期浮动幅度，其比战略资产配置的浮动幅度小。投资委员会每季度对这些浮动幅度进行一次审查。

45. 通过货币分散：截至 2015 年 12 月 31 日，基金在货币方面非常分散。总体来讲，基金所有资产类别的直接投资包括 24 种货币，其中 61.5% 为美元，38.5% 为非美元货币。全球股票组合以直接投资方式投资于 21 种不同货币，其中 60.2% 为美元，39.8% 以非美元计价。固定收益组合以直接投资方式投资于 14 种不同货币，其中 53.5% 为美元，46.5% 为非美元货币。

46. 通过地域分散：在北美的投资在整个基金各类资产投资中的比例从 2014 年 1 月的 50.1% 增至 2015 年 12 月的 53.9%。在欧洲的投资从 24.4% 降至 22.7%。在亚洲和太平洋，投资比例从 14.9% 略微降至 14.8%。就国家数目而言，截至 2015 年 12 月 31 日，基金在 100 多个国家有投资，包括在发达国家和发展中国家的直接和间接投资。直接投资如下：共有 41 个国家，在 27 个国家有直接固定收入投

资，在 36 个国家有直接股票投资。在更多国家通过国际机构、新兴市场和前沿市场外部管理基金和交易所交易基金进行间接投资。根据摩根斯坦利资本国际的分类，公共股权包括 23 个新兴市场国家/市场和 24 个前沿市场国家。

五. 在发展中国家的投资

47. 投资管理司尽一切努力遵守大会 1981 年 12 月 10 日第 36/119 号决议，增加养恤基金在发展中国家投资的地域分散。这包括在新兴市场和前沿市场的投资。由于新兴市场和前沿市场的长期增长机会，基金的新兴市场和前沿市场投资是一个日益重要的组成部分。养恤基金在符合基金参与人和受益人经济利益的地方进行发展中市场投资，同时充分考虑到基金的四个主要投资标准，即安全、流动、可兑换和赢利。

48. 截止 2015 年 12 月 31 日，在发展中国家的直接和间接投资成本为 61.4 亿美元，比 2014 年 1 月 1 日的 55.8 亿美元成本约增加 10%。此外，基金已经为未来投资作出承诺。截至 2015 年 12 月 31 日，基金向新兴市场和前沿市场的 11 个私募股权基金承诺投资约 8.10 亿美元。

49. 养恤基金的投资领域列于表 3、表 4、和表 5。

表 3

基金整体：投资国家/地区^a

截至 2015 年 12 月 31 日的市场价值

(单位：百万美元)

国家/地区	共计	百分比
澳大利亚	1 144.1	2.20
奥地利	14.0	0.03
比利时	153.5	0.29
巴西	183.2	0.35
加拿大	1 892.7	3.63
智利	57.1	0.11
中国	1 436.9	2.76
哥伦比亚	37.9	0.07
丹麦	220.3	0.42
爱沙尼亚	34.5	0.07
芬兰	246.7	0.47
法国	1 854.7	3.56

国家/地区	共计	百分比
德国	1 746.5	3.35
希腊 ^b	0.1	0.00
印度	283.2	0.54
印度尼西亚	63.1	0.12
爱尔兰	186.2	0.36
以色列 ^b	1.8	0.00
意大利	428.3	0.82
日本	3 449.6	6.62
大韩民国	737.9	1.42
马来西亚	231.0	0.44
墨西哥	585.6	1.12
荷兰	560.4	1.08
新西兰	16.4	0.03
挪威	231.3	0.44
菲律宾	81.0	0.16
波兰	574.1	1.10
卡塔尔	19.0	0.04
俄罗斯联邦	126.1	0.24
新加坡	220.4	0.42
南非	137.7	0.26
西班牙	543.9	1.04
瑞典	652.5	1.25
瑞士	1 056.5	2.03
泰国	54.9	0.11
土耳其	49.6	0.10
阿拉伯联合酋长国	8.0	0.02
联合王国	2 653.6	5.09
美国	26 068.5	50.02
非洲区域	199.3	0.38
亚洲区域	420.3	0.81
新兴市场区域	176.7	0.34
欧洲区域	474.6	0.91
前沿区域	25.2	0.05
国际区域 ^c	1 488.2	2.86

国家/地区	共计	百分比
中东区域	59.8	0.11
多国机构区域	1 104.4	2.12
北美洲区域	123.2	0.24
共计	52 114.5	100.00

注：总价值包括不同国家/区域货币现金持有。

^a 投资国家一般以发行方所在国为依据。可兑换证券按可兑入的证券分类。

^b 占基金投资总值不到 0.01% 的国家。

^c 国际投资是指在世界银行等国际发展机构的投资。新兴市场 and 欧元基金在特定区域或以特定货币在一些国家投资。

表 4

联合国合办工作人员养恤基金在发达市场的投资^a

国家	股票		固定收入	
	2013 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日
澳大利亚	✓	✓	✓	✓
奥地利	✓	✓	✓	—
比利时	✓	✓	✓	✓
英国	✓	✓	✓	✓
加拿大	✓	✓	✓	✓
丹麦	✓	✓	—	✓
芬兰	✓	✓	✓	✓
法国	✓	✓	✓	✓
德国	✓	✓	✓	✓
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	✓	✓	✓	✓

国家	股票		固定收入	
	2013 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日
美国	✓	✓	✓	✓
共计	21	21	18	19

^a 分类基于摩根斯坦利资本国际的发达市场定义。

表 5

联合国合办工作人员养恤基金的新兴市场股权和固定收入投资

	股权 ^a		国家/地区	固定收入	
	2013 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日		2013 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日
阿根廷	—	—	阿尔巴尼亚	—	✓
巴林	✓	✓	安哥拉	✓	✓
博茨瓦纳	✓	✓	阿根廷	✓	✓
巴西	✓	✓	亚美尼亚	✓	✓
保加利亚	—	—	阿塞拜疆	✓	✓
布基纳法索	—	✓	波斯尼亚和黑塞哥维那	✓	✓
智利	✓	✓	巴西	✓	✓
中国	✓	✓	喀麦隆	—	✓
哥伦比亚	✓	—	智利	—	✓
刚果(民主共和国)	✓	—	中国	✓	✓
科特迪瓦	✓	✓	哥伦比亚	✓	✓
塞浦路斯	—	—	哥斯达黎加	✓	—
捷克共和国	—	—	科特迪瓦	✓	—
埃及	✓	✓	捷克共和国	✓	—
爱沙尼亚	—	—	朝鲜民主人民共和国	✓	—
加纳	✓	✓	多米尼加共和国	✓	✓
希腊	—	—	厄瓜多尔	✓	—
匈牙利	—	—	埃及	✓	—
印度	✓	✓	萨尔瓦多	✓	✓
印度尼西亚	✓	✓	埃塞俄比亚	—	✓
约旦	—	✓	加蓬	—	✓
哈萨克斯坦	—	—	格鲁吉亚	✓	✓
肯尼亚	✓	✓	加纳	✓	✓
科威特	✓	✓	格林纳达	✓	✓
吉尔吉斯斯坦	—	—	洪都拉斯	✓	✓
黎巴嫩	✓	✓	印度	✓	✓
立陶宛	—	—	印度尼西亚	—	✓
马拉维	✓	✓	伊拉克	✓	✓

	股权 ^a		国家/地区	固定收入	
	2013 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日		2013 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日
马来西亚	✓	✓	牙买加	—	✓
马绍尔群岛	—	—	约旦	✓	✓
毛里求斯	✓	✓	哈萨克斯坦	✓	✓
墨西哥	✓	✓	肯尼亚	✓	✓
摩洛哥	✓	✓	墨西哥	✓	✓
纳米比亚	✓	✓	蒙古	✓	✓
尼日尔	—	✓	黑山	✓	—
尼日利亚	✓	✓	莫桑比克	✓	✓
阿曼	✓	✓	尼日利亚	✓	✓
巴基斯坦	—	—	巴拉圭	✓	✓
巴勒斯坦	✓	✓	俄罗斯联邦	✓	✓
巴拿马	—	—	卢旺达	✓	✓
秘鲁	—	—	塞尔维亚	✓	—
菲律宾	✓	✓	塞舌尔	✓	✓
波兰	✓	—	南非	✓	✓
卡塔尔	✓	✓	斯里兰卡	✓	✓
大韩民国	✓	✓	特立尼达和多巴哥	—	✓
俄罗斯联邦	✓	✓	土耳其	✓	✓
卢旺达	✓	✓	突尼斯	✓	✓
沙特阿拉伯	✓	✓	乌克兰	✓	✓
塞内加尔	—	✓	乌干达	✓	✓
南非	✓	✓	坦桑尼亚联合共和国	✓	✓
斯里兰卡	—	—	乌拉圭	✓	✓
泰国		✓	✓ 委内瑞拉(玻利瓦尔共和国)		✓
突尼斯	✓	✓	赞比亚	—	✓
土耳其		✓	✓ 共计	44	45
土库曼斯坦		—	—		
乌干达	—	✓			
乌克兰	—	—			
阿拉伯联合酋长国	✓	✓			
坦桑尼亚联合共和国		✓	✓		
委内瑞拉(玻利瓦尔共和国)		—	—		
越南		—	—		
赞比亚		✓	✓		
津巴布韦		✓	✓		
共计	39	41			

^a 本表中用于确定“新兴市场”国家的分类依据金融市场惯例。

六. 投资回报

A. 总回报

50. 资产市值。在 2015 年 12 月 31 日终了的两年期内，基金的资产市值从 2014 年 1 月 1 日的 513.66 亿美元增至 2015 年 12 月 31 日的 521.14 亿美元，增加 7.48 亿美元，增幅约 1.5%。

51. 基金的投资业绩按实际价值和名义价值报告，两者均为时间加权投资回报。实际回报率等于名义回报率减去按美国消费价格指数衡量的通货膨胀。

52. 截至 2015 年 12 月 31 日的实际回报。长期投资回报目标是必需的精算假设，目前该目标是 3.5% 的实际回报率。在 2015 年 12 月 31 日终了的两年期内，基金的年化实际回报率为 0.3%。在 2014 年 12 月 31 日终了的日历年内，实际回报率为 2.4%，在 2015 年 12 月 31 日终了的日历年内，实际回报率为 -1.7%。基金成功地在过去 3 年、15 年、20 年、25 年和 50 年达到或超过了 3.5% 的长期投资实际回报率目标。基金的 50 年期实际回报率为 3.9%，比 3.5% 的目标高 40 个基点。

53. 截至 2015 年 12 月 31 日的名义回报。在 2015 年 12 月 31 日终了的两年期内，基金的年化名义回报率为 1.1%，比 1.3% 的政策基准回报率低 21 个基点。造成名义回报率比政策基准回报率低 21 个基点的主要原因是固定收入头寸期限相对较短、美元在所述两年期内走强以及 2014 年全球股票选股不佳。在 2014 年 12 月 31 日终了的日历年内，基金的名义回报率为 3.2%，比 3.7% 的政策基准回报率低 50 个基点。在 2015 年 12 月 31 日终了的日历年内，基金的名义回报率为 -1.0%，比 -1.10% 的政策基准回报率高 10 个基点。基金的名义回报在过去 1 年、3 年、10 年和 15 年内超过了其政策基准。过去 15 年，基金实现了 5.6% 的年化名义回报率，比 5.1% 的政策基准回报率高 50 个基点。

54. 政策基准是每一类资产目标比重和基准的加权平均值。政策基准衡量的是短期业绩，而基金的长期投资目标是其精算回报假设(目前为 3.5% 的实际回报率)。所述两年期期初的政策基准由以下部分组成：摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数占 60%、巴克莱资本全球综合债券指数占 31%、美国不动产投资信托委员会开放性多元核心股票指数(实物资产)占 6%，美银美林 91 日国库债券占 3%。截至 2015 年 1 月 1 日，现金和短期基准已作更新，从 100% 由美银美林 91 日国库债券组成改为 91 日美国国库债券和 0 至 1 年欧元各占 50%；截至 2015 年 1 月 1 日，政策基准也作了相应更新。截至 2015 年 8 月 1 日，基金的政策基准已在资产负债管理研究结束后，依据新采用的战略资产配置方式进行了更新。截至 2015 年 8 月 1 日的政策基准由以下部分组成：摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数占 58%，巴克莱资本全球综合债券指数占 26.5%，美国不动产投资信托委员会开放性多元核心股票指数占 9%，摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数加 200 基点(另类投资)占 5%，50% 的 90 日美国国库债券和 50% 的 0 至 1 年欧元占 1.5%。

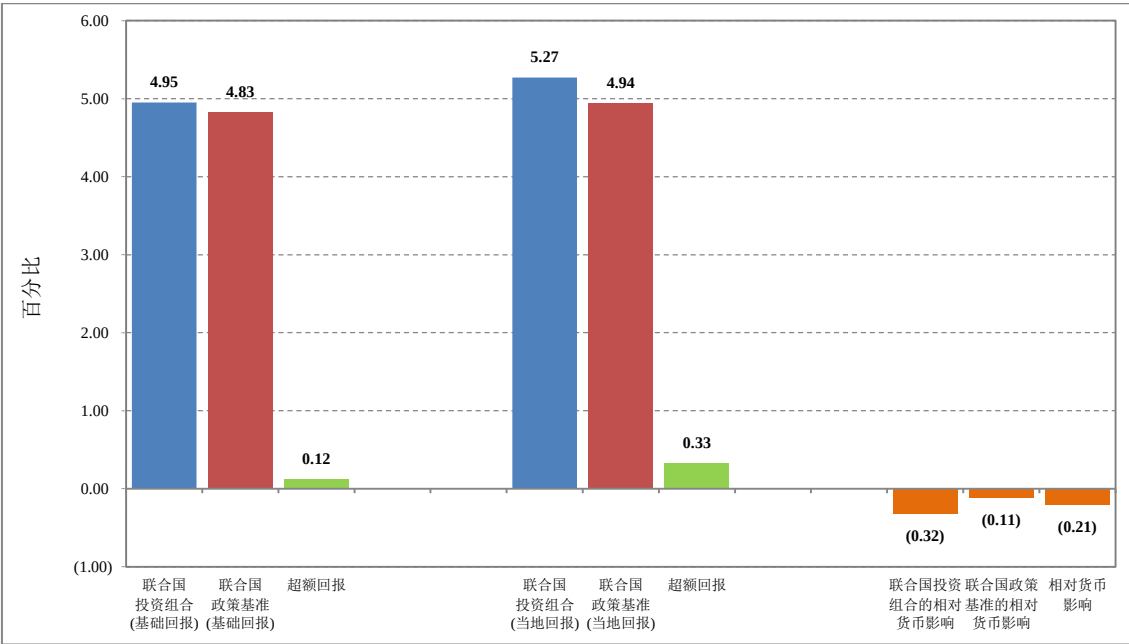
55. 两年期期间各类资产的回报。所述两年期期间，地缘政治的不确定性继续影响全球经济。初级商品价格大幅下降，与中央银行的行动有关的投机交易频繁发生。美国股票回报率 2014 年为 12.2%，2015 年为 1.7%。非美国股票回报率 2014 年为-3.6%，2015 年为-3.7%。股票总回报率 2014 年为 4.5%，2015 年为-0.9%。美国债券回报率 2014 年为 4.2%，2015 年为 1.1%。非美国债券回报率 2014 年为-5.7%，2015 年为-8.3%。不动产回报率 2014 年为 11.6%，2015 年为 10.1%。短期投资回报率 2014 年为-4.2%，2015 年为-5.2%。

56. 本报告所示回报率由外部总账管理人采用公认方法计算，提交养恤金联委会第三十四届会议的投资管理报告中详述了这一方法。计算结果包括实收股息和利息收入以及已实现的资本损益，还计入了投资市值的变化和现金流的时间。

B. 投资回报比较

57. 从地域角度来看，联合国合办工作人员养恤基金是投资最分散的养恤基金之一。基金以美元为账户货币，但负债以其他多种货币支付(基金以包括美元在内的 15 种货币支付养恤金负债)。在本报告所述期间结束时，基金有 38.5%的资产以非美元货币计值。投资业绩以美元列报。截至 2015 年 12 月 31 日，基金的货币负面贡献为 3.7%。之所以产生负面的货币效应是因为美元在所述两年期内相对于其他主要货币较为强势。虽然货币效应对所述两年期业绩造成负面影响，但货币对基金在更长时期内的业绩影响一般甚微。图一表明，货币在 2006 年第一季度至 2016 年第一季度的 10 年期内对基金影响相对较小。

图一



58. 在 2014 年 12 月 31 日终了的日历年,基金回报率为 3.2%,比政策基准低 0.5%。政策基准由以下部分组成:摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数占 58%,巴克莱资本全球综合债券指数占 26.5%,美国不动产投资信托委员会开放性多元核心股票指数占 9%,摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数加 200 基点(另类投资)占 5%,50%的 90 日美国国库债券和 50%的 0 至 1 年欧元占 1.5%。在 2015 年 3 月 31 日终了的年度内,基金回报率为-1.00%,比政策基准高 0.1%。过去 15 年,基金实现了 5.6%的年化回报率,比 5.1%的政策基准回报率高 0.5%。

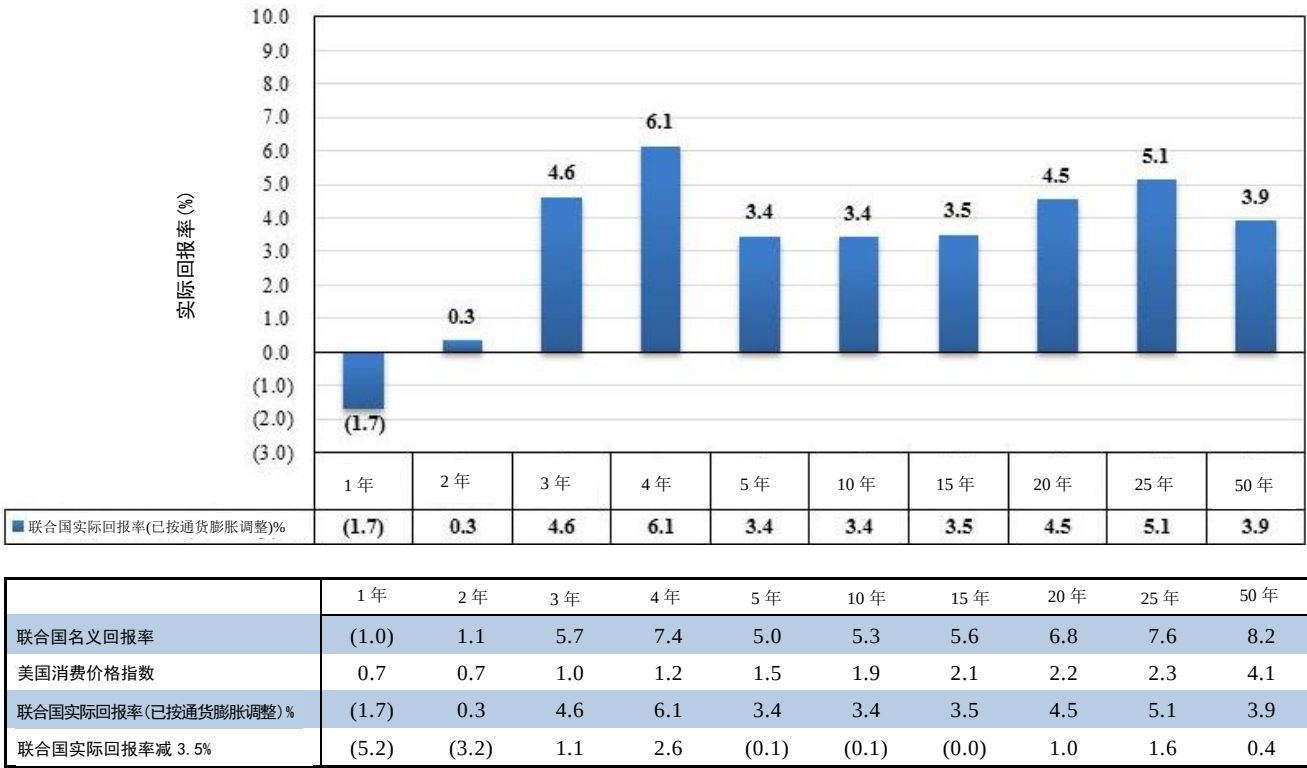
59. 过去 15 年,摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数的年化总回报率为 4.7%,而基金股票资产类别的年化回报率为 4.8%。同期,巴克莱资本全球综合债券指数的年化回报率为 4.8%,而基金债券投资组合的年化回报率为 5.5%。

60. 截至 2015 年 12 月 31 日,基金的投资涉及 100 多个国家(包括直接投资和间接投资)、7 个国际/区域机构以及 24 种货币。

C. 长期回报率

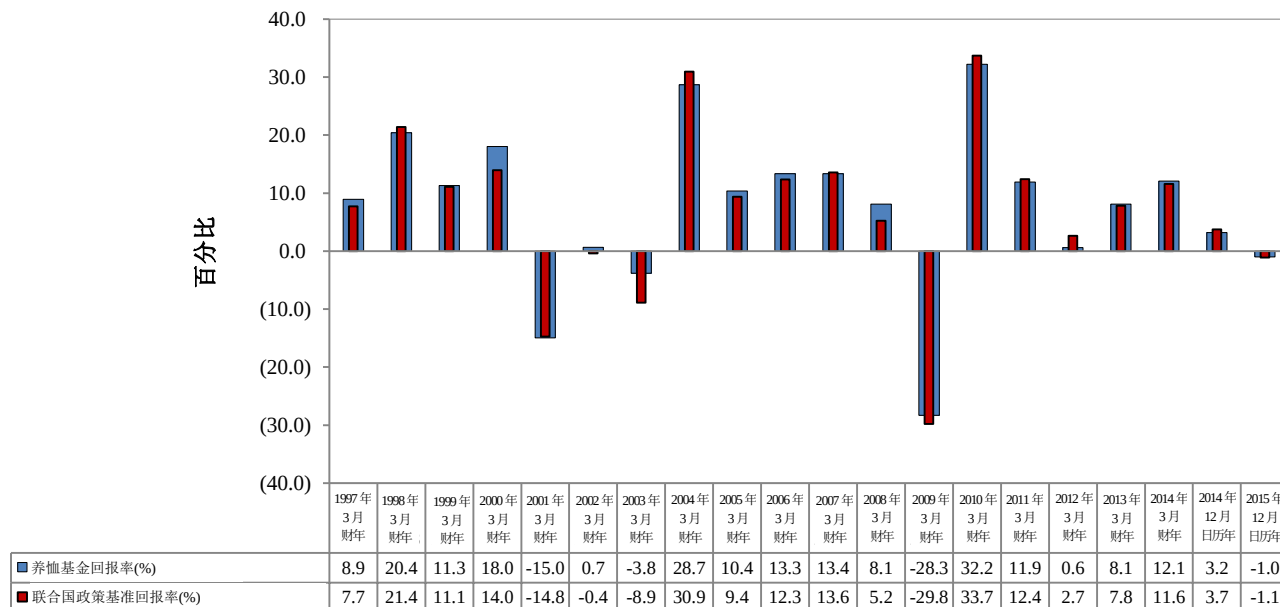
61. 在 2015 年 12 月 31 日终了的 50 年期内,基金实际回报率为 3.9%,比 50 年长期投资目标即 3.5%的实际回报率(已按美国消费价格指数通货膨胀调整)高 40 个基点。图二显示了 50 年期的实际回报和名义回报,图三比较了名义业绩与政策基准。表 6 显示了各资产类别的历史回报。上述各图表的所有数据均由独立总账管理人提供。从历史上看,股票市场在 1993 年至 2000 年间呈现可观的正回报,但随后三年急速下滑。2004 年至 2008 年,股票市场产生正回报。自 2008 年第三季度起,市场出现波动并一直持续到 2012 年第二季度;此后波动一直低于历史平均水平。过去两年,即 2014 年和 2015 年,基金的回报分别为 3.2%和-1.0%,分别比当年度的政策基准高 0.5%和 0.1%。

图二
联合国合办工作人员养恤基金截至 2015 年 12 月 31 日的实际和名义回报率



图三

联合国合办工作人员养恤基金长期回报率与政策基准的对比 1997 年至 2014 年间
3 月 31 日终了的财政年度 (财年) 以及日历年 2014 年和 2015 年



62. 如图四所示, 基金在截至 2015 年 12 月 31 日的 10 个滚动年期中有 6 个年期的回报率高于政策基准。

图四

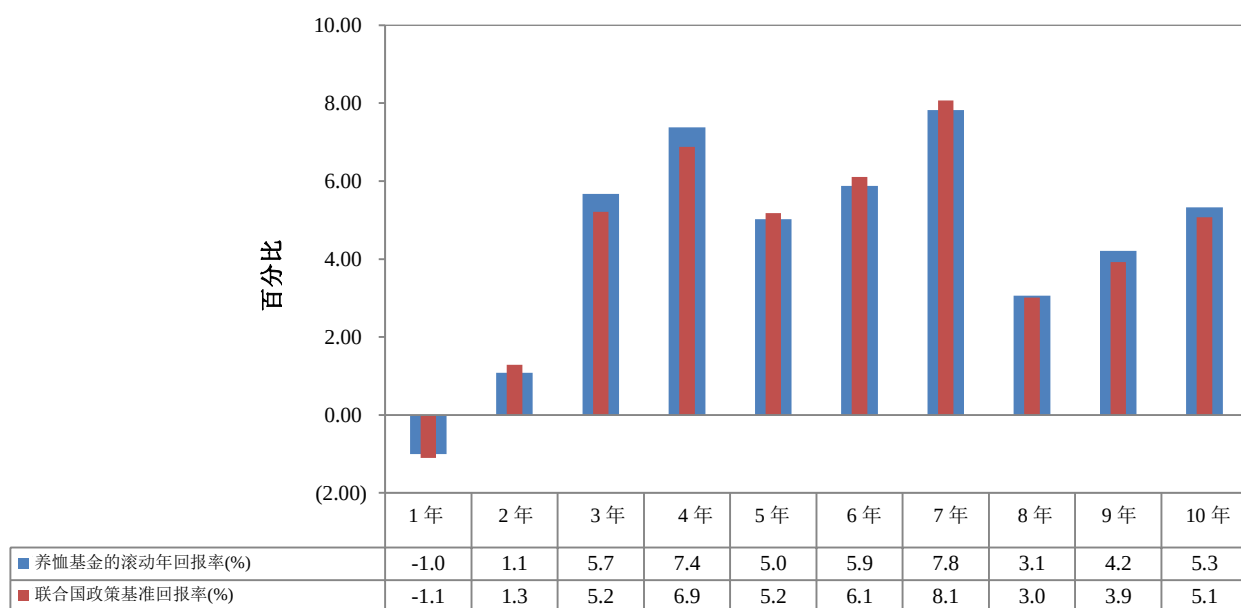


表 6

基金整体：年度总回报率

百分比按 1962 年 3 月 31 日至 2014 年 3 月 31 日和 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 12 月 31 日的市值计算

年度	股票				债券								年度
	美国	美国境外	整体	MSCI 世界指数 ^a	美国	美国境外	整体 ^b	SBGWB 债券指数 ^c	不动产	短期	基金整体		
1961	18.8	37.8	19.4	—	—	—	8.0	—	—	—	12.7	1961	
1962	12.37	0.87	11.65	—	—	—	3.91	—	—	—	6.61	1962	
1963	(0.60)	(16.34)	(0.59)	—	—	—	5.49	—	—	—	4.07	1963	
1964	18.18	7.48	17.45	—	—	—	2.12	—	—	—	8.24	1964	
1965	10.89	8.30	10.44	—	—	—	4.41	—	—	—	6.98	1965	
1966	4.53	3.22	4.31	—	—	—	(2.14)	—	—	—	0.66	1966	
1967	11.76	(2.32)	8.98	—	—	—	3.97	—	—	—	7.91	1967	
1968	2.86	28.30	7.46	—	—	—	(4.89)	—	—	—	1.60	1968	
1969	13.35	20.07	14.64	—	—	—	2.66	—	—	—	9.09	1969	
1970	(5.10)	(2.18)	(4.49)	—	—	—	1.41	—	—	—	(1.75)	1970	
1971	13.94	3.31	11.46	9.28	—	—	14.10	—	—	8.73	13.53	1971	
1972	14.13	34.30	18.33	16.92	—	—	9.41	—	11.58	7.15	16.98	1972	
1973	5.85	20.77	9.49	13.47	—	—	7.40	—	4.78	5.92	8.55	1973	
1974	(16.70)	(21.48)	(18.10)	(16.40)	—	—	1.92	—	10.18	10.70	(13.55)	1974	
1975	(11.20)	11.60	(5.16)	(6.09)	6.20	14.63	6.55	—	(1.03)	12.35	0.18	1975	
1976	16.37	10.76	14.58	15.59	11.22	1.91	10.02	—	5.16	7.70	13.16	1976	
1977	(8.25)	(3.75)	(6.62)	(0.95)	10.40	15.20	11.06	—	3.70	5.2	(0.26)	1977	
1978	(5.60)	20.31	4.16	6.11	5.62	24.39	8.72	—	8.25	7.67	6.12	1978	
1979	22.36	21.67	22.07	21.27	4.70	12.50	6.63	8.04	16.86	8.56	15.07	1979	
1980	10.89	(10.31)	1.08	(0.18)	(9.53)	(4.64)	(7.63)	(13.16)	17.42	11.75	(0.39)	1980	
1981	43.19	39.60	41.45	34.80	14.99	9.45	12.51	20.38	14.71	15.76	26.60	1981	
1982	(17.88)	(19.64)	(18.77)	(15.00)	11.08	0.40	6.20	(0.69)	17.51	17.95	(7.85)	1982	
1983	40.91	23.60	33.55	31.60	32.53	14.54	24.89	20.54	7.07	12.76	27.05	1983	
1984	5.08	32.46	15.66	17.30	5.46	12.42	8.67	8.20	13.33	13.07	13.01	1984	
1985	20.75	(6.82)	9.54	7.20	17.86	(8.22)	4.53	5.50	13.47	3.62	8.09	1985	
1986	34.95	58.48	43.44	56.02	54.30	50.33	51.21	48.70	10.75	6.95	41.52	1986	
1987	21.63	43.88	30.01	43.22	9.14	32.63	22.59	17.42	12.67	11.97	24.69	1997	
1998	(12.18)	2.15	(4.74)	5.81	3.26	20.24	12.65	11.42	9.19	7.67	3.10	1988	
1989	13.20	10.00	11.30	13.56	2.10	(5.50)	(2.40)	0.36	8.20	10.40	5.90	1989	
1990	21.54	13.21	16.57	(2.30)	10.47	2.93	6.20	3.12	12.31	9.72	11.56	1990	

年度	股票				债券				SBGWBI			年度
	美国	美国境外	整体	MSCI 世界指数 ^a	美国	美国境外	整体 ^b	债券指数 ^c	不动产	短期	基金整体	
1991	8.9	1.2	4.5	3.2	12.5	17.4	15.0	16.2	5.1	13.1	8.9	1991
1992	11.3	0.1	4.9	(0.5)	13.7	14.0	14.0	14.0	(4.1)	6.5	7.6	1992
1993	17.3	6.7	11.2	12.7	15.9	17.7	16.9	19.0	(6.6)	7.5	11.6	1993
1994	(2.7)	24.4	12.4	14.0	3.4	10.1	7.7	6.8	0.5	3.0	9.7	1994
1995	11.1	6.5	8.1	9.8	2.9	18.6	12.9	12.1	0.0	5.0	8.7	1995
1996	30.2	15.1	20.5	20.6	8.0	3.3	5.1	5.3	10.4	4.1	14.6	1996
1997	18.9	7.2	11.6	9.8	6.2	2.5	3.6	1.2	8.6	4.4	8.9	1997
1998	45.4	15.4	27.3	32.4	10.6	4.3	7.0	5.4	18.9	7.0	20.4	1998
1999	18.4	9.7	13.9	13.0	4.8	9.0	6.5	10.0	4.8	9.9	11.3	1999
2000	17.5	39.9	28.5	21.6	3.1	(5.7)	(2.5)	(0.3)	11.7	3.0	18.0	2000
2001	(17.2)	(30.3)	(24.2)	(25.1)	13.0	(4.2)	2.0	(1.7)	11.3	4.2	(15.0)	2001
2002	2.8	(6.1)	(1.3)	(4.2)	4.9	2.1	3.1	0.5	8.4	3.5	0.7	2002
2003	(23.9)	(21.7)	(23.1)	(24.2)	15.9	34.9	28.4	25.2	8.5	11.1	-3.8	2003
2004	29.3	56.5	42.5	43.9	6.8	19.4	15.7	13.5	23.9	8.1	28.7	2004
2005	6.3	16.9	11.8	11.1	1.2	10.5	7.8	5.5	15.8	2.5	10.4	2005
2006	13.1	28.8	21.3	18.6	2.4	-4.4	-2.8	-2.0	30.5	2.9	13.3	2006
2006	—	—	—	20.3 ^d MSCI ACWI	—	—	—	-2.6 ^e BCGA	—	—	12.3 ^f 60/31	2006
2007	9.4	20.6	15.7	16.4 MSCI ACWI	7.1	9.4	8.4	8.1 BCGA	24.0	5.5	13.4 ^f 60/31	2007
2008	-0.6	5.9	3.4	-0.7 MSCI ACWI	8.3	18.4	15.1	15.3 BCGA	9.0	8.3	8.1 ^f 60/31	2008
2009	-34.6	-45.1	-41.0	-42.7 MSCI ACWI	-1.4	-12.6	-8.6	-4.9 BCGA	-22.9	3.9	-28.3 ^f 60/31	2009
2010	42.6	62.2	54.1	56.3 MSCI ACWI	5.9	16.7	10.8	10.2 BCGA	-17.4	-2.7	32.2	2010
2011	14.9	13.1	13.8	14.6 MSCI ACWI	5.4	10.3	8.2	7.1 BCGA	12.5	1.3	11.9	2011
2012	6.7	-7.3	-1.2	-0.2 MSCI ACWI	6.9	3.1	4.6	5.3 BCGA	10.8	1.2	0.6	2012
2013	12.6	9.1	10.8	11.2 MSCI ACWI	3.5	2.7	2.9	1.3 BCGA	7.4	1.3	8.1	2013
2014	12.2	(3.6)	4.5	4.7 MSCI ACWI	4.2	(5.7)	(1.0)	0.6 BCGA	11.6	(4.2)	3.2	2014
2015 ^f	1.7	(3.7)	(0.9)	(1.8) MSCI ACWI	1.1	(8.3)	(-3.4)	(3.1) BCGA ^e	10.1	(5.2)	(1.0)	2015

^a 摩根斯坦利资本国际(MSCI)指数采用一致的指数编制和维持方法，全面提供发达市场、新兴市场和前沿市场超过 75 个国家的股票详情。

^b 1975 年以前美国境外债券所占比例不大。

^c 花旗集团世界政府债券指数(CWGBI)由 18 个主要债券市场组成；自 2006 年起，该债券指数改为巴克莱资本全球综合债券指数。

^d 摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数(MSCI ACWI)由 23 个发达国家和 21 个新兴市场国家共 44 个国家的指数组成。

^e 巴克莱资本全球综合债券指数(BCGA)；自 2008 年 11 月 3 日起，债券指数名称从雷曼兄弟全球综合指数改为巴克莱资本全球综合债券指数。

^f 自 2015 年 1 月 1 日起，现金和短期基准从 100%由美银美林 91 日国库债券组成改为 91 日美国国库债券和 0 至 1 年欧元各占 50%，以反映这类资产投资的全球性。

表 7
基金整体：按市值计算的年度回报率
2015 年 12 月 31 日终了的若干时期的百分比 ^a

	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年	截至 2015 年 底的 5 年	截至 2015 年 底的 10 年	截至 2015 年 底的 15 年	截至 2015 年 底的 20 年	截至 2015 年 底的 25 年	截至 2015 年 底的 50 年
股票												
美国股票	1.7	12.2	33.1	15.8	-0.9	14.1						
美国境外股票	-3.7	-3.6	17.1	17.7	-14.4	11.1						
股票整体	-0.9	4.5	24.8	16.7	-8.6	12.3						
债券												
美元债券	1.1	4.2	-1.9	3.9	7.0	6.8						
非美元债券	-8.3	-5.7	-1.3	9.6	2.1	7.4						
债券整体	-3.4	-1	-1.6	7.2	4.1	7						
不动产	10.1	11.6	11.3	9.7	12.9	7.7						
短期投资	-5.2	-4.2	-1.2	1.5	0.4	2.4						
基金整体	-1.0	3.2	15.5	12.7	-3.9	10.3	5.0	5.3	5.6	6.8	7.6	8.2
基准	-1.1	3.7	13.5	12.1	-1.4	10.9						
美国消费价格指数	0.7	0.8	1.5	1.7	3.0	1.5						
实际回报率(已根据美国消 费价格指数调整通货膨胀)	-1.7	2.4	13.8	10.8	-6.9	8.7	3.4	3.4	3.5	4.5	5.1	3.9

^a 独立总账管理人提供的 50 年期间现有最佳数据。

D. 15 年的风险/回报概况

63. 过去 15 年，基金 5.6% 的年度回报率高于 5.1% 的基准回报率。基金 10.3% 的波动率与基准波动率持平。基金的投资组合非常分散，包括各种资产类别和证券。

64. 在各资产类别中，基金股票组合的回报率为 4.8%，高于摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数 4.7% 的回报率，基金股票组合的风险概况(15.7%) 优于摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数(16.1%)。债券组合的 15 年回报率为 5.5%，高于巴克莱资本全球综合债券指数 4.8% 的回报率，但波动性(6.5%) 也高于巴克莱资本全球综合债券指数(5.7%)。

图五

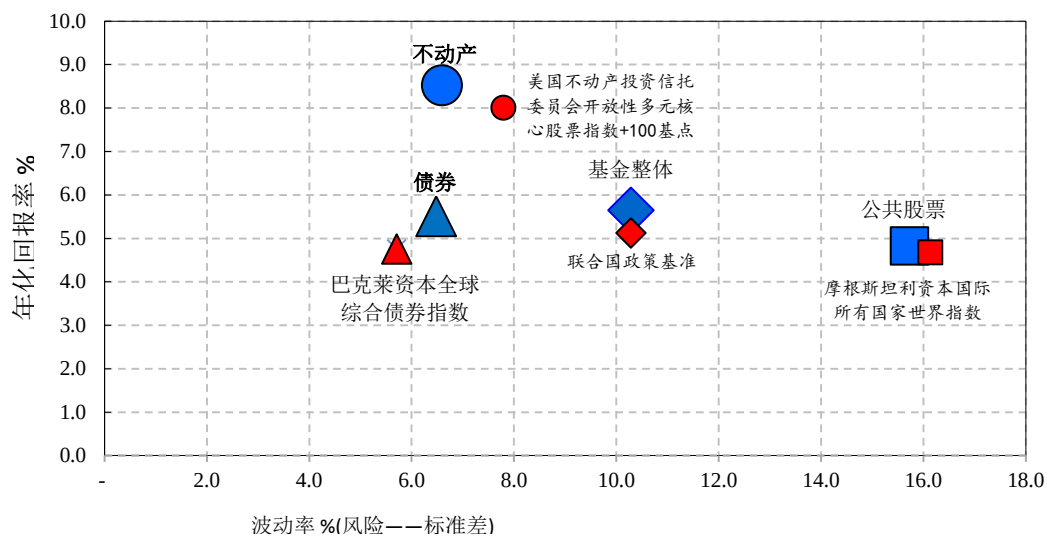


表 8

发展事业投资^a截至 2014 年 1 月 1 日和 2015 年 12 月 31 日的账面价值^b

(千美元)

	账面价值		市值	
	2014 年 1 月 1 日共计	2015 年 12 月 31 日共计	2014 年 1 月 1 日共计	2015 年 12 月 31 日共计
非洲				
埃及	—	—	—	—
南非	181 305	91 000	252 848	137 729
区域基金	138 270	185 031	175 695	137 469
小计	319 575	276 031	428 543	275 198
发展机构	29 375	54 487	37 554	63 955
非洲共计	348 950	330 518	466 097	339 153
亚洲				
中国	1 040 421	1 149 594	1 376 617	1 433 899
印度	215 528	222 227	254 678	282 674
印度尼西亚	66 817	85 386	49 226	63 098
马来西亚	372 182	275 735	410 844	214 881
卡塔尔	—	23 832	—	18 966
大韩民国	499 345	671 597	650 461	737 916
新加坡	169 492	212 168	223 495	220 218

	账面价值		市值	
	2014 年 1 月 1 日 共计	2015 年 12 月 31 日 共计	2014 年 1 月 1 日 共计	2015 年 12 月 31 日 共计
泰国	84 480	68 455	80 403	54 906
阿拉伯联合酋长国	—	25 159	—	20 253
区域基金	154 260	285 287	213 232	368 153
小计	2 602 525	3 019 440	3 258 956	3 414 964
发展机构	55 912	55 912	58 086	52 158
亚洲共计	2 658 437	3 075 352	3 317 042	3 467 122
欧洲				
塞浦路斯	—	—	—	—
土耳其	76 933	46 137	74 107	35 643
区域基金	213 543	432 696	216 995	474 079
小计	290 476	478 833	291 102	509 722
发展机构	342 898	470 656	354 904	431 266
欧洲共计	633 374	949 489	646 006	940 988
拉丁美洲				
阿根廷	—	—	—	—
巴西	445 824	335 763	472 781	181 768
智利	47 649	55 718	57 433	57 087
哥伦比亚	44 519	39 704	37 394	37 854
墨西哥	445 295	602 914	542 529	499 379
委内瑞拉(玻利瓦尔共和国)	—	—	—	—
区域基金	—	—	—	—
小计	983 287	1 034 099	1 110 137	776 088
发展机构	19 965	151 101	24 337	150 104
拉丁美洲小计	1 003 252	1 185 200	1 134 474	926 192
其他发展基金				
美洲开发银行	49 766	42 814	50 706	36 964
国际复兴开发银行	476 409	249 226	519 989	263 569
国际融资机制	149 110	47 500	143 387	42 539
国际融资机制非洲、拉丁美洲和加勒比地区基金	97 303	119 258	92 978	104 091
国际融资机制全球基础设施基金	3 953	19 746	3 166	17 682
国际免疫融资机制	24 406	—	23 263	—
iShares 摩根斯坦利资本国际新兴市场	47 143	—	46 608	—

	账面价值		市值	
	2014 年 1 月 1 日 共计	2015 年 12 月 31 日 共计	2014 年 1 月 1 日 共计	2015 年 12 月 31 日 共计
iShares 摩根斯坦利资本国际前沿 100 指数	30 118	30 806	35 629	25 214
新兴市场信托债券基金	26 902	26 902	46 689	44 150
新兴市场中东基金	34 002	34 917	54 466	59 789
北欧投资银行	—	31 896	—	31 130
其他发展基金小计	939 112	603 065	1 016 881	625 128
共计	5 583 125	6 143 624	6 580 500	6 298 583

^a 账面价值和市值均不包括在各国/区域的现金持有。

^b 自 2012 年 1 月 1 日起,基金所有投资均按国际公共部门会计准则以公允价值计量且其变动计入盈余或赤字。

七. 环境、社会和治理

65. 投资管理司持有环境、社会和治理投资。投资管理司有义务按照基金参与人和受益人的最佳经济利益行事,并充分考虑到基金投资的四个主要标准:安全、流动、可兑换和盈利。环境、社会和治理问题在评价投资机会时具有重要作用。

66. 投资管理司限制对烟草和军备证券投资。投资管理司的环境投资包括绿色债券和绿色股票。2014 年 12 月,养恤基金开始对两个交易所交易低碳基金投资,这两个基金旨在密切跟踪养恤基金的全球股票基准即摩根斯坦利资本国际所有国家世界指数的业绩。

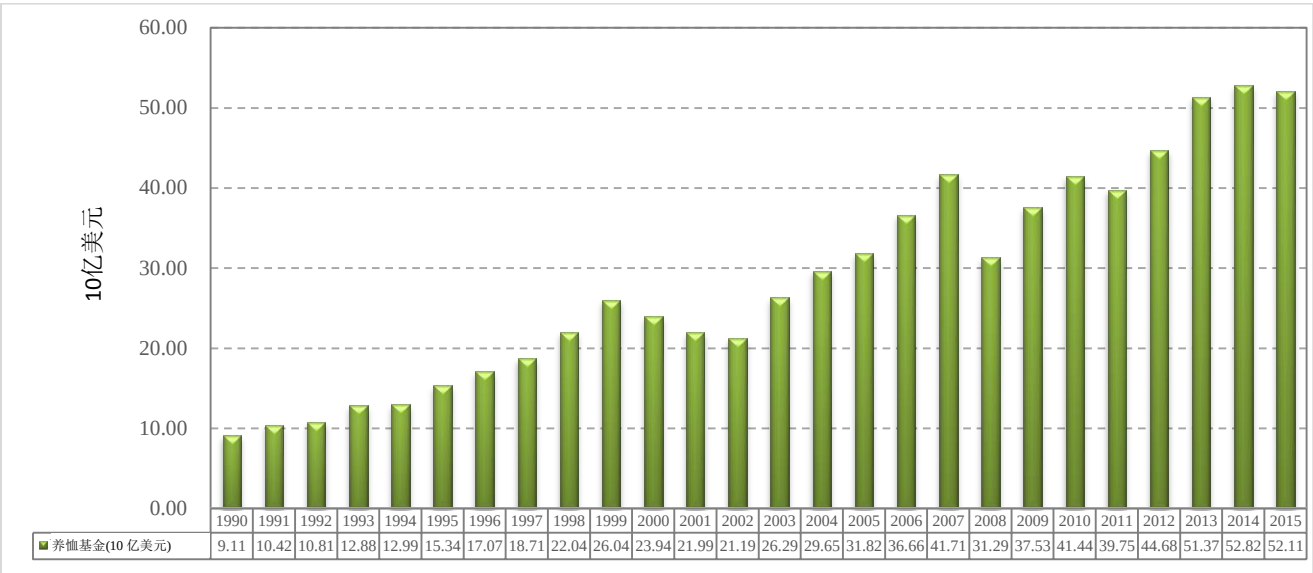
67. “负责任的投资原则”将基金评为 A 级,这一排名优于上一年的 B 级。“资产所有者披露项目”将基金评为 A 级,这一排名优于上一年的 D 级。“资产所有者披露项目”衡量的是气候方面的披露报告,而“负责任的投资原则”重点关注环境、社会和治理,侧重点更为广泛。

68. 投票权是基金的宝贵资产。基金的代理投票政策应对的问题包括但不限于环境、社会和治理问题。作为受托管理人,基金/投资管理司有义务确保联合国合办工作人员养恤基金凭借所持股票以符合基金参与人和受益人长期最佳经济利益的方式投票。

八. 结论

69. 投资管理司通过严格遵守基金的战略资产配置目标,经受住了所述日历年两年期内的市场波动。如图六所示,基金通过采取保守和规避风险的办法,在具有挑战性的时期内得以保存资本。2014 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日期间,基金的资产市值增加了约 7.48 亿美元,增幅约为 1.5%。

图六



70. 投资管理司在寻求增加投资回报和进一步分散的同时，继续寻找私募股权和不动产投资机会。这符合 2015 年完成资产负债管理研究后采用的新战略资产配置办法。由于新兴市场和前沿市场具有强劲的增长潜力，目前正在认真审议在这些市场进一步分散投资的机会，同时考虑四个投资标准：安全、盈利、流动和可兑换。

71. 尽管在全球经济复苏的这一阶段，基金面临着市场不确定性，但在所述两年期新增的工作人员和投资工具的支持下，投资管理司将能够保障基金的资产安全，为未来年份奠定更坚实的基础。