

## 非银金融

## 促进投融资动态平衡，养老金入市空间广阔

2024年03月08日

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

唐关勇（联系人）

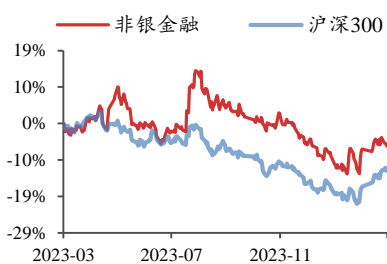
gaochao1@kysec.cn

tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790123070030

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《交易量突破万亿，继续看好互联网券商和寿险—行业周报》-2024.3.3

《严监管信号提振投资者信心，看好互联网券商和寿险—行业周报》-2024.2.25

《提振资本市场政策望延续，看好互联网券商和寿险—行业周报》-2024.2.18

### ● 促进资本市场投融资动态平衡，养老金入市空间广阔

**（1）当前我国养老金入市具备必然性与可行性。**人口老龄化加速带来负债端压力，长端利率下行带来风险资产需求。根据全国社保基金理事会研究，全球公共和私人养老基金权益配置的提升与其长期投资收益率长期存在明显正相关关系。养老金入市有望降低资本市场波动，从而进一步吸引居民财富向权益市场迁移。

**（2）政策方向：促进投融资动态平衡为主基调，关注资本市场投资端改革行动方案落地。**2023年8月证监会就“活跃资本市场”政策部署明确提及推进养老金入市的投资端改革政策和跨部委协同联动方向；9-12月优化保险公司偿付能力监管和考核机制、社保基金投资管理暂行办法陆续出台；2024年1月证监会系统工作会议和国常会强调“突出以投资者为本的理念”、“促进投融资动态平衡”，“研究出台《资本市场投资端改革行动方案》”，以融资功能为主转向构建投融资两端动态平衡的资本市场改革目标得到进一步明确，中长期资金入市行动纲要有望落地，资本市场与实体经济、居民财富的良性循环逐步形成，看好证券和保险行业的长期成长空间。

### ● 全球养老基金委托制度市场化程度高，权益配置要求和实际占比均较高

**（1）日本 GPIF：**被动管理+委托投资为主，2022年93%资金由外部委托人管理，2022年管理人数量38家，以市场化方式公开聘任选拔，每年调整和综合评估，并采用过渡管理和挂钩超额收益报酬机制提高管理效率。2020年第四期中期目标资产配置要求权益占比超50%。**（2）挪威 GPF：**全球最大主权财富基金，以自行管理为主，但GPF每年超额回报中约4/5由委托管理人贡献。公开市场化招聘、综合性评估模式，且动态考核，委托管理人快速增长至2022年100家，偏好中小私营资管公司，委托其投资新兴市场和小市值股票。2022年权益配置占比70%。**（3）美国 401(K)：**二支柱养老金主要运作模式，市场化程度极高，运作机构数量和行业分布广，集中度较低。根据ICI公布，401(K)合同数量上保险公司和资管公司占据49%/31%，资金规模占比58%/21%。账户资产中超60%投资于共同基金。**（4）英国 NEST：**是国家层面配套“自动加入”机制建立的国家层面职业养老金计划，由19家全球知名资管公司委托管理，“产品+委托管理”模式下权益配置占比超50%。

### ● 养老金入市正当时，投资端改革促进投融资动态平衡

**（1）养老金规模及结构：**2022年末养老金一二支柱分别10/5万亿元，占三支柱比重超90%，第三支柱账户+产品制合计约万亿元，未来入市空间长远。**（2）委托情况：**2022年我国社保基金和基本养老保险基金实际委托管理规模占比仅67/13%，境内委托管理人数量18/21家，对比海外看，委托管理市场化程度有待提高。二三支柱以委托管理模式为主。**（3）权益配置占比：**我们通过“交易性金融资产（权益类）+长股投”和“重仓股流通市值+长股投”两维度测算社保基金和基本养老保险权益配置比例。2022年全国社保基金交易性金融资产（权益类）+长股投占比35%，重仓股+长股投占比23%；基本养老保险基金资产负债表未披露长期股权投资，我们2022年末测算交易性金融资产（权益类）占比约19%，重仓股流通市值占比约2%。一支柱权益实际占比和监管上限对比日本GPIF和挪威GPF均存在明显差距。企业年金含权益类资产非实际权益资产规模，我们采用企业年金中占比约70%的养老金产品测算，2023Q3末二支柱权益占比约6%，较全球私人养老金权益配置明显偏低。

**● 风险提示：**养老金入市政策落地不及预期；股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

## 目 录

1、 前言	5
2、 养老金委托管理和权益比例待提升，中长期资金入市可期	6
2.1、 2022 年一二支柱养老金占比超 90%，基本养老保险委托投资规模低	6
2.2、 养老金第一支柱：实际委托规模待提高，权益比例仍有提升空间	7
2.3、 养老金第二支柱：实际权益比例低于 10%，委托和考核机制待完善	12
2.4、 养老金第三支柱：账户+产品制合计约万亿规模，资产入市潜力较大	14
3、 从全球养老资产看委托管理模式和资产配置结构	15
3.1、 日本 GPIF：被动管理+委托投资为主，权益资产占比中枢 50%	15
3.2、 挪威 GPF：偏好中小私营资管机构，关注新兴市场和小盘股票	19
3.3、 美国 401 (K)：高度市场化运作，共同基金为主要产品形态	23
3.4、 英国 NEST：龙头资管机构为主，“产品+委外”模式权益配置高	25
3.5、 结论：我国养老金委托管理和权益配置规模仍有较大提升空间	27
4、 养老金入市正当时，投资端改革促进投融资动态平衡	29
4.1、 必然性：人口老龄化带来负债端压力，利率下行驱使投资端入市	29
4.2、 可行性：全球养老金入市与资本市场发展形成良性循环	31
4.3、 政策方向：关注投资端改革行动方案，投融资动态平衡为主基调	33
5、 投资建议	34
6、 风险提示	35

## 图表目录

图 1： 我国建立养老金三支柱体系，养老资金是主要的长期资金	6
图 2： 2022 年我国社保基金+基本养老保险约 10 万亿，职业和企业年金约 5 万亿	6
图 3： 2022 年基本养老保险 7 万亿元，同比+10%	7
图 4： 2023 年基本养老保险参保 10.66 亿人，覆盖率 76%	7
图 5： 2022 年城镇职工/城乡居民基本养老保险支出/收入占比 93%/72%	8
图 6： 征缴保费和财政补贴是基本养老保险收入主要来源	8
图 7： 2022 年基本养老保险基金中委托投资占比 61%	8
图 8： 2022 年基本养老保险委托 AUM 占总结余 14%	8
图 9： 社保基金投资管理办法优化，主要包括扩大投资范围&优化投资集中度&调整管理托管费率和信披制度	10
图 10： 2022 年全国社保基金 2.9 万亿元，同比-5%	11
图 11： 全国社保基金成立以来年均收益率 7.66%	11
图 12： 全国社保基金委托管理规模占比快速提升	11
图 13： 全国社保基金以境内资产为主，2022 占比 90%	11
图 14： 2022 年全国职业年金 2.11 万亿元，同比+18%	12
图 15： 2022 年全国企业年金 2.87 万亿元，同比+9%	12
图 16： 2022 年企业年金“含权益类”组合资产占比 88%	13
图 17： 2022 年企业年金中养老金权益类资产占比 6%	13
图 18： 对比全国社保基金，企业年金年化投资收益率中枢较低	14
图 19： 日本国民和厚生年金构成一支柱，二支柱种类较多，三支柱有 NISA、iDeCo 和国民年金基金为主	15
图 20： 2022 年 GPIF 受托资管规模 200 万亿日元，2013-2022 复合增速 5%	15
图 21： GPIF 负责管理和投资厚生劳动省托的储备资产，包括国民年金和厚生年金	16

图 22: GPIF 以委托管理模式为主, 2022 年 93% 的资金由外部委托人管理.....	16
图 23: GPIF 委托管理人和基金数量波动式上升, 2022 年分别 38 家和 154 支.....	17
图 24: 2013-2022 年 GPIF 加权年化收益率 5.52%, 权益资产带来收益率弹性.....	17
图 25: GPIF 聘任委托管理人经过 3 轮审查, 考察要素较为全面.....	18
图 26: 2022 年 GPF 养老金 12.4 万亿挪威克朗.....	19
图 27: 2022 年 GPF 养老金 70% 投资于权益资产.....	19
图 28: 挪威 GPF 委托管理人从 1998 年 4 位增加到 2022 年 100 位.....	20
图 29: NBIM 平均每年中止 11 项委托管理人合作项目, 主因战略调整和缺乏对管理人投资回报信任.....	20
图 30: 管理人数量按投资方向分类看, 管理人从特定的欧美区域投资逐步转向为新兴市场和小盘股方向.....	21
图 31: 管理人规模按投资方向分类看, 管理规模从特定区域和行业转向新兴市场和小盘股方向.....	21
图 32: 管理人数量按管理人类型分, 私营资产管理公司为主而保险、银行相对较少.....	21
图 33: 管理规模按管理人类型分, 私营资产管理公司掌握更多委托资产.....	21
图 34: 管理人数量按管理人规模分类, 小型规模管理人占比逐步提高.....	22
图 35: 委托管理规模按管理人自身体量来看, 小型外部管理人受托更多资产, 市场集中度较低.....	22
图 36: 股东背景为私营的资产管理人平均相对回报率更高, 贡献更多超额收益.....	22
图 37: 资产管理规模中等的委托管理人相对回报率更高, 超额收益贡献更多.....	22
图 38: 委托管理人创造的超额回报明显覆盖支付的管理费用, 且新兴市场投资较多超额回报.....	23
图 39: 委托管理人的基本管理费率为 0.2%, NBIM 向管理人支付高激励的超额管理费.....	23
图 40: 美国 401 (K) 由记录管理者和投资管理分别提供记录和投资建议.....	23
图 41: 美国 401 (K) 账户资产中约 60% 投资于共同基金.....	24
图 42: 根据美国劳工局统计的 401 (K) 表单统计, 私人养老金运作机构约 15000 家.....	24
图 43: 401 (K) 合同数量按委托管理人类型分, 保险公司/资管公司占比 49%/31%.....	25
图 44: 401 (K) 资金规模按委托管理人类型分, 资管公司/保险公司分别占比 58%/21%.....	25
图 45: 2022 年末 NEST 股票配置占比 50%, 权益资产配置占比高.....	26
图 46: OECD 预测 2035 年我国老龄化趋势加速.....	29
图 47: 我国老年抚养比逐步接近发达国家水平.....	29
图 48: 60 年代婴儿潮造成 2025-2035 年人口老龄化加速.....	29
图 49: 当前中国老年人规模较大.....	29
图 50: 全球长端利率持续下行, 养老资产配置固收资产难以实现稳定高回报.....	30
图 51: 根据人口增长趋势测算, 我国基本养老保险职退比将从 2021 年 2.65 倍下降至 2050 年 1.11 倍.....	30
图 52: 根据精算模型假设, 考虑人口负增长和老龄化加速, 2027 年基金收支赤字, 2034 年累计结余耗尽.....	30
图 53: 11 家全球养老基金权益资产占比与长期年化收益率存在正相关关系.....	31
图 54: OECD 私人养老金配置权益比例逐步提高, 2021 年达到 27%.....	32
图 55: 全球 7 个样本二支柱养老金提升权益占比和资产市场长期稳定上涨具有一致趋势.....	32
表 1: 2022 年我国养老金三支柱合计规模 15 万亿元, 委托管理规模 7.9 万亿元.....	7
表 2: 基本养老保险在养老保险体系中起到“保基本”作用.....	7
表 3: 全国基本养老保险受托全国社保基金理事会管理资产, 由 21 家资产管理公司参与投资.....	9
表 4: 社保基金为重要补充来源, 采用直接投资和委托投资相结合的方式.....	9
表 5: 我们测算 2022 年全国社保基金和基本养老保险权益配置占比较低.....	11
表 6: 企业年金可投资于银行存款、股票、基金等产品, 权益资产比例上限为 40%.....	13
表 7: 我们测算 2023Q3 末企业年金中的养老金产品权益类资产规模占比 6.3%.....	13
表 8: 银行理财、保险和基金产品纳入个人养老金体系下, 合计规模约万亿元.....	14
表 9: 2006-2009 年 GPIF 第一期中期目标资产配置结构权益占比约 20%.....	17
表 10: 2020-2024 年 GPIF 第四期中期目标资产配置结构权益占比约 50%.....	17

表 11: GPIF 委托管理人以具有一定规模的资产管理公司为主, 每年要求综合评估, 动态调整运营机构.....	18
表 12: GPIF 委托管理人以全球知名资产管理公司为主, 规模集中度较高.....	19
表 13: 2022 年 NEST 98%资产委托于 19 位外部管理人投资, 其中瑞银集团占比 45.5%.....	26
表 14: 2022 年我国基本养老保险委托管理规模占总结余 14%, 仍有提升空间.....	27
表 15: 2022 年我国社保基金和基本养老保险基金权益配置比重较发达国家社保基金明显偏低.....	28
表 16: 我国企业年金权益类资产配置占比较海外模式仍有较大提升空间.....	28
表 17: 11 家全球公共养老基金权益配置占比较高, 长期年化收益率较为可观.....	31
表 18: 证监会正在制定资本市场投资端改革方案, 为养老金入市营造有利环境.....	33
表 19: 加强跨部委沟通协同, 加大各类养老金引入力度, 提高权益投资比例.....	33
表 20: 2023 年 8 月以来监管频繁提及鼓励中长期资金入市, 促进投融资动态平衡.....	33

## 1、前言

近期监管强调“促进投融资动态平衡”，投资者改革重点在于加大中长期资金入市。2023年8月证监会就“活跃资本市场”政策部署明确提及推进养老金入市的投资端改革政策和跨部委协同联动方向，2024年1月证监会新闻发布会、系统工作会议和国常会强调“突出以投资者为本的理念”、“促进投融资动态平衡”，“研究出台《资本市场投资端改革行动方案》”。根据监管发言，我们认为资本市场改革目标或从以融资功能为主转向为构建投融资两端动态平衡，而投资端改革的重点是加大中长期资金入市力度，由此促进资本市场与实体经济、居民财富的良性循环。

为了分析中长期资金入市“体量、空间、路径”问题，本文进行以下研究：

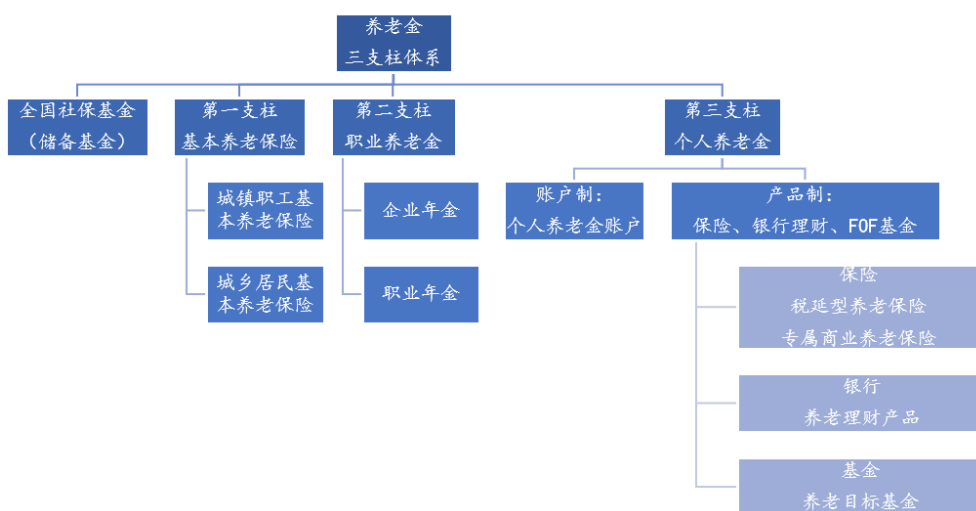
- (1) **入市体量**：系统性梳理我国社保基金和基本养老保险基金投资管理和委托管理制度体系建设，两个创新性方法测算我国社保基金和基本养老保险实际权益配置比例，运用企业年金的养老金产品资产结构测算二支柱实际权益配置比例。
- (2) **入市空间**：我们研究分析日本 GPIF、挪威 GPF、美国 401(K)、英国 NEST 等养老基金的投资管理和委托管理制度，详细测算委托管理规模和资产配置结构，以海外发达国家案例作为我国养老金入市的空间借鉴。
- (3) **未来路径**：分析中长期资金入市的必然性和可行性、验证资本市场与实体经济、居民财富良性循环，根据证监会 2023 年 8 月就“活跃资本市场”的政策部署和 2024 年 1 月以来监管发言，梳理推进养老金入市的投资端改革政策方向和跨部委协同联动方向。

## 2、养老金委托管理和权益比例待提升，中长期资金入市可期

### 2.1、2022年一二支柱养老金占比超90%，基本养老保险委托投资规模低

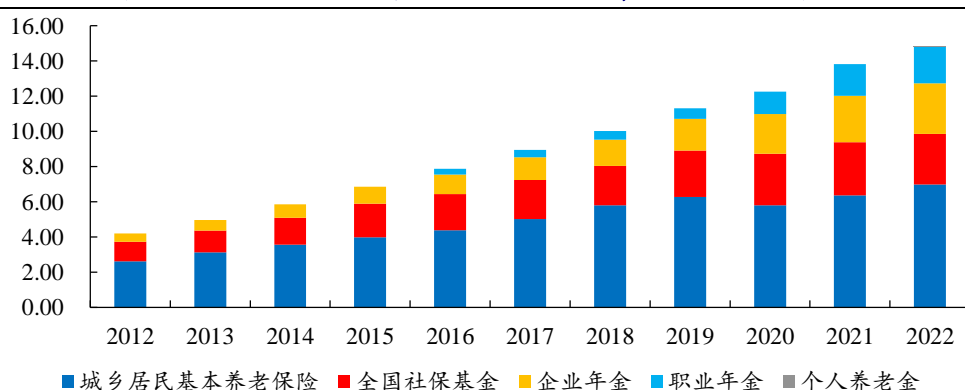
我国第一支柱和第二支柱养老金为主要支撑，三支柱空间长远。我国养老金主要代表为一支柱基本养老保险基金以及一支柱补充的全国社保基金、二支柱的企业年金和职业年金、以及隶属三支柱的个人养老金账户+产品端细分的保险资金、银行理财、部分公募基金等。我国养老三支柱体系以一支柱和二支柱为主，2022年资金为规模分别约10万亿和5万亿元。若将产品端各类个人养老金产品纳入计算，一支柱和二支柱养老金占比仍超90%。

图1：我国建立养老金三支柱体系，养老资金是主要的长期资金



资料来源：人社部、开源证券研究所

图2：2022年我国社保基金+基本养老保险约10万亿，职业和企业年金约5万亿



数据来源：人社部、Wind、开源证券研究所

注：（1）图中第三支柱仅包含账户制的个人养老金部分，未包含产品端养老金。（2）单位为万亿元。

**表1：2022年我国养老金三支柱合计规模15万亿元，委托管理规模7.9万亿元**

		总体规模(万亿元)	规模占比	委托管理规模(万亿元)	委托投资占比
社会保障基金		2.88	18.90%	1.93	67%
第一支柱	基本养老保险	累计结余6.98万亿元		0.99	占总结余14%
		其中：委托社保基金运作资金1.62万亿元			
第二支柱	企业年金	2.87	18.80%	委托管理为主	100%
	职业年金	2.11	13.80%	委托管理为主	100%
第三支柱	个人养老金账户余额	0.0142	0.10%	委托管理为主	100%
	养老三支柱合计	14.9		7.9	53%

数据来源：人社部、全国社保基金理事会、开源证券研究所

## 2.2、养老金第一支柱：实际委托规模待提高，权益比例仍有提升空间

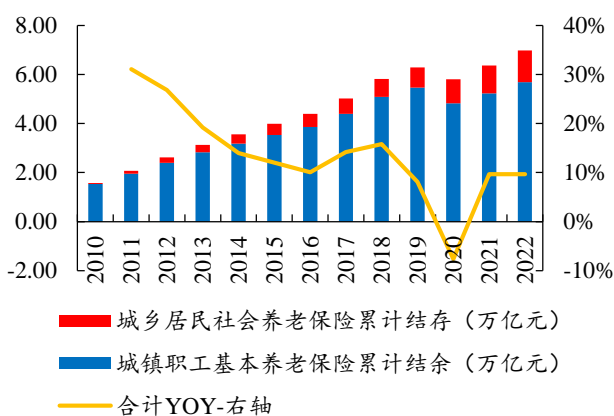
### ● 基本养老保险

基本养老保险是我国养老保险中最重要的支柱，覆盖范围广且规模增长稳定。基本养老保险由城镇职工基本养老保险和城乡基本养老保险组成，在养老保险体系中起到“保基本”的作用。2022年末全国基本养老保险累计结余余额7万亿元，同比+10%。

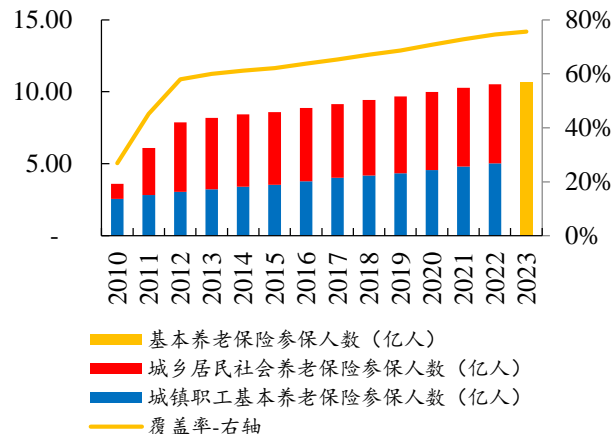
**表2：基本养老保险在养老保险体系中起到“保基本”作用**

项目	城镇职工基本养老保险	城乡居民基本养老保险
参保对象	企业职工基本养老保险：各类企业及其职工、个体工商户、灵活就业人员。 机关事业单位基本养老保险：机关和事业单位员工。	年满16周岁（不含在校学生）、未参加机关事业单位养老保险和企业职工养老保险的城乡居民
参保方式	强制参保	自愿参保
缴纳方式	按月缴费，企业缴费不超过企业工资总额的20%，职工缴费8%，个体灵活就业人员缴费20%	按年缴费，政府根据缴费档次给予相应的补贴，和参保人缴的钱一起存入城乡居民养老保险个人账户

资料来源：人社部、开源证券研究所

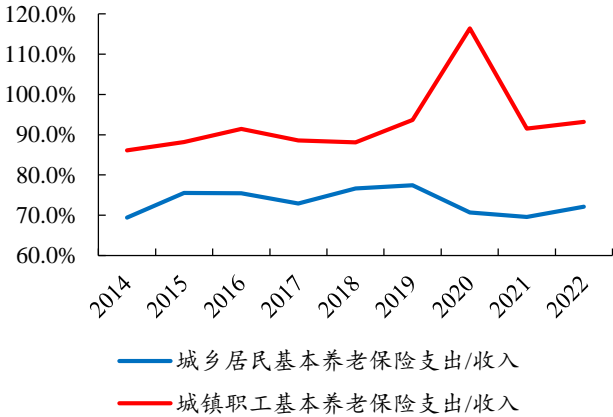
**图3：2022年基本养老保险7万亿元，同比+10%**


数据来源：人社部、Wind、开源证券研究所

**图4：2023年基本养老保险参保10.66亿人，覆盖率76%**


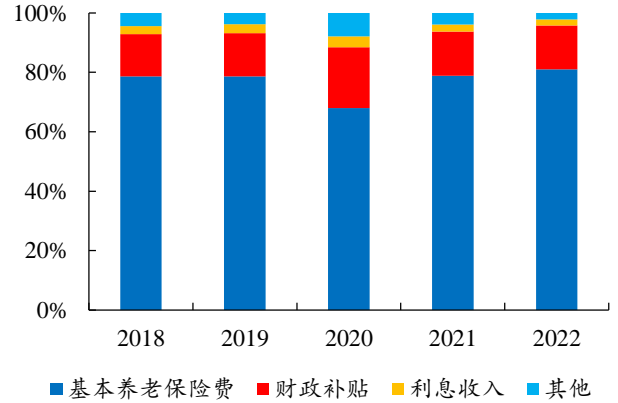
数据来源：人社部、Wind、开源证券研究所

图5：2022年城镇职工/城乡居民基本养老保险支出/收入占比93%/72%



数据来源：人社部、Wind、开源证券研究所

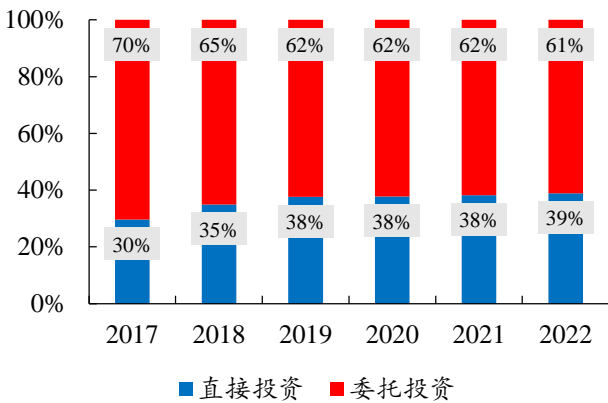
图6：征缴保费和财政补贴是基本养老保险收入主要来源



数据来源：人社部、Wind、开源证券研究所

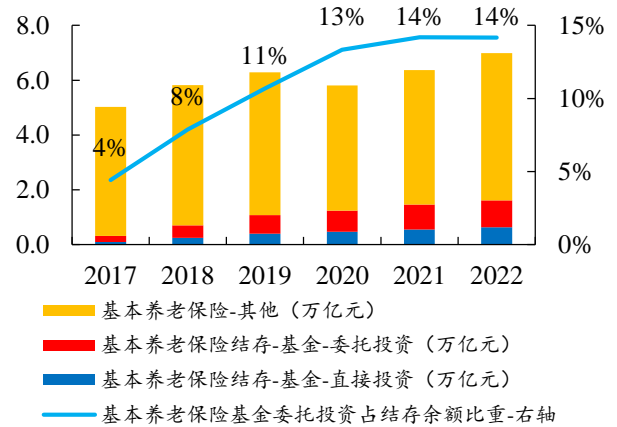
2022年基本养老保险实际委托投资规模占比仅14%。2022年人社部披露基本养老保险累计结余6.98万亿元，其中委托社保基金投资的基本养老保险基金余额1.62万亿元，直接投资和委托投资分别0.63万亿元和0.99万亿元，占比39%/61%，委托管理规模占基本养老保险结存余额比重14%。

图7：2022年基本养老保险基金中委托投资占比61%



数据来源：人社部、Wind、开源证券研究所

图8：2022年基本养老保险委托AUM占总结余14%



数据来源：人社部、Wind、开源证券研究所

基本养老保险基金来自结存预留额度，我们用两维度测算测算权益配置占比约2%-19%。(1)根据《基本养老保险基金投资管理办法》，各省、自治区、直辖市养老基金结余，预留一定支付费用后，确定具体投资额度，委托给国务院授权的机构进行投资运营，其中委托人为省、自治区、直辖市人民政府，受托人为全国社保基金理事会。(2)我国基本养老保险基金未披露明细资产配置结构，我们从两个维度测算基本养老保险基金权益配置比例：

维度一：交易性金融资产（权益类）+长期股权投资规模。我们以上市险企交易性金融资产中股权型资产占比为依据，假设基本养老保险基金资产负债表中“交易性金融资产”的40%为权益型资产，测算2022年基本养老保险基金权益投资规模约3100亿，权益配置占比约18.9%。



**维度二：社保基金重仓股流通市值+长期股权投资规模。**2022 年末基本养老保险基金作为前十大持仓的流通市值合计规模 340 万亿，基本养老保险基金报表中无长股投，因此测算重仓股流通市值占可投资资产比重仅 2.1%。

**表3：全国基本养老保险受托全国社保基金理事会管理资产，由 21 家资产管理公司参与投资**

项目	委托人	受托人	基本养老保险基金托管机构	基本养老保险基金投资管理机构
机构	省、自治区、直辖市人民政府	全国社保基金理事会	持牌机构：农业银行、建设银行、工商银行、中国银行、交通银行、招商银行	持牌机构：博时基金、长江养老保险、大成基金、富国基金、工银瑞信、广发基金、海富通基金、华泰资管、华夏基金、汇添富、嘉实基金、南方基金、鹏华基金、平安养老保险、泰康资管、易方达、银华基金、招商基金、人保资产管理、中国人寿养老保险、中信证券
职责	养老金归集，向受托机构划拨委托投资资金；向受托机构资料来源：开源证券研究所下达划回委托投资资金的指令，接收划回的投资资金，进行养老基金的记账、结算和收益分配	选择、监督、更换托管机构、投资管理机构；制定养老基金投资策略并组织实施；根据托管合同、投资管理合同对养老基金托管、投资情况进行监督等	安全保管养老基金资产；负责养老基金会计核算和估值，复核、审查和确认投资管理机构计算的基金资产净值等	按照投资管理合同，管理养老基金投资组合和项目；对所管理的不同养老基金资产分别管理、分别记账等

资料来源：国务院、中基协、开源证券研究所

### ● 全国社保基金

**国家社会保障储备用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂。**全国社保基金是用于人口老龄化高峰时期的社会保障支出的补充和调剂，全国社保基金由中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和以国务院批准的其他方式筹集的资金构成。

**表4：社保基金为重要补充来源，采用直接投资和委托投资相结合的方式**

项目	社保基金
资金来源	<p>(1) <b>全国社保基金</b>：国家社会保障储备基金，用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂全国社保基金由中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和以国务院批准的其他方式筹集的资金构成</p> <p>(2) <b>个人账户基金</b>：基本养老保险个人账户中央补助资金及其投资收益</p> <p>(3) <b>地方委托资金</b>：山东省人民政府委托社保基金会管理的部分企业职工基本养老保险基金结余资金及其投资收益</p>
投资方式	直接投资与委托投资相结合
投资管理人	(1) 直接投资由社保基金会直接管理运作；(2) 委托投资由社保基金会委托投资管理人管理运作
相关持牌机构	<p>(1) 境外投资管理人 (37 家)：摩根资产管理、瑞士隆奥、路博迈、施罗德投资管理、梅陇资产管理、实港投资伙伴、宏富投资、天达资管、RBC 环球资产管理、AEW 资本管理、安保资本投资、欧洲投资者投资管理等。</p> <p>(2) 境内投资管理人 (18 家)：南方基金、博时基金、华夏基金、鹏华基金、长盛基金、嘉实基金、易方达基金、招商基金、国泰基金、中金公司、大成基金、富国基金、工银瑞信基金、广发基金、海富通基金、汇添富基金、银华基金、中信证券</p>

资料来源：社保基金理事会、开源证券研究所

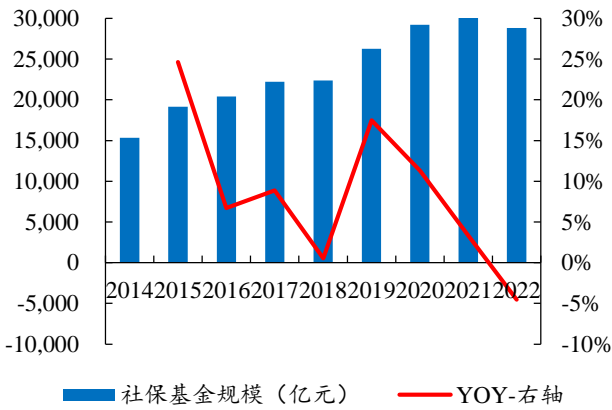
**社保基金投资管理办法优化, 扩大投资范围&优化投资集中度&调整管理托管费率和信息披露制度。**2023年12月6日, 财政部发布《全国社会保障基金境内投资管理办法(征求意见稿)》, 联合人力部对《全国社会保障基金投资管理暂行办法》进行修订。征求意见稿扩大社保基金投资范围和细化固收及权益类投资比例, 提高单一管理人的单一资产集中度和降低单一委托管理人集中度, 下调管理和托管费率上限, 新增月度信息披露要求。

**图9: 社保基金投资管理办法优化, 主要包括扩大投资范围&优化投资集中度&调整管理托管费率和信披制度**

		原文件 《全国社会保障基金投资管理暂行办法》	新文件 《全国社会保障基金境内投资管理办法(征求意见稿)》	政策变化
投资范围	全部范围	经批准的境内投资范围包括银行存款、债券、信托贷款、资产证券化产品、股票、证券投资基金、股权、股权投资基金等;	(一) 银行存款、同业存单; ...	<b>扩大社保基金投资范围:</b> 新增投资工具: 股指期货、国债期货、股指期货等; <b>养老产品:</b> 货币型养老产品、固定收益型养老产品、混合型养老产品、股票型养老产品
	直接投资	经批准的境外投资范围包括银行存款、银行票据、大额可转让存单等货币市场产品、债券、股票、证券投资基金, 以及用于风险管理的掉期、远期等衍生金融工具等。	(十) 股指期货、国债期货、股指期货等套期保值工具; (十一) 养老产品(含货币型养老产品、固定收益型养老产品、混合型养老产品、股票型养老产品)。	<b>扩大直接投资范围:</b> 产业基金、优先股、ETF
投资比例	固收类	银行和国债不得低于50%, 银行存款不得低于10%, 在一家银行的存款不到高于社保基金总额的50%。	银行存款、同业存单, 国债, 政策性、开发性银行债券, 地方政府债券, 政府债券回购, 中国国家铁路集团有限公司发行的铁路债券、汇金债, 不得低于40%; 其中, 银行存款的比例不得低于10%, 在一家银行的存款不得高于全国社保基金银行存款总额的25%;	固收类和权益类资产配置比例保持不变: 分别60和40%; 银行和国债等无风险资产占比: 50%→40%; 信用债等(公司债、金融债、债券类投资类固定收益类养老产品): 10%→20%; 权益类投资比例: 保持40%不变, 细化权益类投资品种; 新增直接股权投资和非上市公司优先股占比≤20%, 产业基金和股权投资基金≤10%, 上市和非上市公司优先股≤5%
	权益类	企业债、金融债不得高于10%。	信用等级在投资级以上企业(公司)债、金融债、非金融企业债务融资工具, 货币市场基金、债券型证券投资基金、货币型养老产品、固定收益型养老产品、资产证券化产品, 合计不得高于20%; 其中, 资产证券化产品不得高于10%; 债券正回购的资金余额在每个交易日均不得高于全国社保基金资产净值的40%。	
集中度	单一投资标的集中度	单个投资管理人管理的社保基金资产投资于单一企业所发行的证券或单一证券投资基金, 不得超过该企业所发行证券或该基金份额的5%; 按成本计算, 不得超过其管理的社保基金资产总值的10%。	单个投资管理人管理的全国社保基金资产投资于单一企业所发行的证券、单一证券投资基金, 不得超过该企业所发行证券或该基金份额的10%, 不得超过其管理的全国社保基金资产总值的10%; 单个投资组合投资于单一企业所发行的证券、单一证券投资基金, 不得超过该企业所发行证券或该基金份额的5%。	<b>提高全国社保基金投资委托管理人单一企业发行资产份额上限:</b> 5%→10%; 新增单个投资组合投资于单一企业所发行的证券、单一证券投资基金, 不得超过该企业所发行证券或该基金份额的5%
	委托管理人集中度	委托单个社保基金投资管理人进行管理的资产, 不得超过年度社保基金委托资产总值的20%。	全国社保基金投资单一股权项目不得高于该投资标的总规模的30%, 投资单一资产证券化产品、优先股不得高于该投资标的总规模的20%。 委托单个投资管理人进行管理的资产, 按成本计算不得高于年度全国社保基金委托资产总值的15%。	新设全国社保基金单一股权项目等资产占比 降低单一委托管理人规模占比: 20%→15%
费率	管理费	社保基金投资管理人提取的委托资产管理手续费的年费率不高于社保基金委托资产净值的1.5%, 理事会委托资产管理合同中规定对社保基金投资管理人的业绩奖励措施。	单个投资管理合同中, 股票类产品管理费的年费不高于委托资产净值的0.8%, 其中基础管理费不高于0.5%; 债券类产品管理费的年费不高于委托资产净值的0.3%; 货币现金类产品管理费的年费不高于委托资产净值的0.1%。	<b>明确基础管理费+浮动管理费的费率模式;</b> 明确股票类、债券类、货币现金类、股权投资基金类产品的管理费
	托管费	社保基金托管人提取的托管费年费率不高于社保基金委托资产净值的0.25%。	投资股权投资基金的管理费年费不高于投资金额的1.5%。 托管费年费不高于全国社保基金托管给该托管人资产净值的0.05%。	<b>托管费率由0.25%降至0.05%</b>
风险准备	投资管理人风险准备	投资管理人按照当年收取管理费的20%提取全国社保基金投资管理风险准备金, 专项用于弥补委托投资亏损。投资管理风险准备金余额达到全国社保基金委托资产净值的10%时以不再提取。		
	理事会风险准备	理事会按社保基金净收益的20%提取一般风险准备金, 专项用于弥补社保基金投资发生重大亏损时社保基金投资管理人所提管理风险准备金不足以弥补的亏损。一般风险准备金余额达到社保基金资产净值的20%时以不再提取。		未提及理事会基于社保基金净收益提取20%一般风险准备
报告制度	信息披露频次	(一) 每年一次向社会公布社保基金资产、收益、现金流量等财务状况; (二) 每季度一次向财政部、劳动和社会保障部提交社保基金财务会计报告、投资管理报告; (三) 单个社保基金委托资产管理合同到期后, 向财政部、劳动和社会保障部提交具备证券从业资格会计师事务所审计的报告, 对社保基金委托资产的投资情况作出说明; (四) 社保基金发生重大事件, 立即报告财政部、劳动和社会保障部, 并编制临时报告书, 经核准后予以公告。	(一) 每年一次向社会公布全国社保基金资产和收益等财务状况, 并接受社会监督; (二) 每季度一次向财政部、人力资源社会保障部提交全国社保基金财务会计报告、投资管理报告; (三) 每月一次向财政部、人力资源社会保障部提交全国社保基金投资管理月度快报; (四) 单个全国社保基金投资管理合同到期后, 向财政部、人力资源社会保障部提交经会计师事务所审计的报告, 对全国社保基金委托资产的投资情况作出说明; (五) 全国社保基金发生重大事件, 立即报告财政部、人力资源社会保障部, 并编制临时报告书, 经核准后予以公告。	提高信息披露频次为月度, 每月一次向财政部、人力资源社会保障部提交全国社保基金投资管理月度快报
	法律责任	委托投资管理人罚则 社保基金投资管理人违反本办法第十二条规定, 不及时或者未向理事会报告该条所列情形之一的, 责令改正, 给予警告, 并处5万元以下的罚款; 社保基金投资管理人或者托管人有本办法第十六条和第二十四条所列行为之一的应退任, 有违法所得的, 没收违法所得, 处以违法所得1倍以上5倍以下的罚款; 没有违法所得的, 处50万元以下的罚款。 ...	投资管理人和托管人违反本办法第十二条独立性规定的, 责令其限期改正, 并处10万元以上100万元以下的罚款; 投资管理人违反本办法第十三条规定, 超出范围进行投资的, 责令其限期改正, 并处10万元以上100万元以下的罚款; 投资管理人违反本办法第十五条规定, 责令其限期改正, 并处10万元以上100万元以下的罚款; 投资管理人违反本办法第二十四条规定, 不及时或者未向社保基金理事会报告该条所列情形之一的, 责令其限期改正, 并处10万元以上100万元以下的罚款。 ...	提高投资管理人违规罚款上限

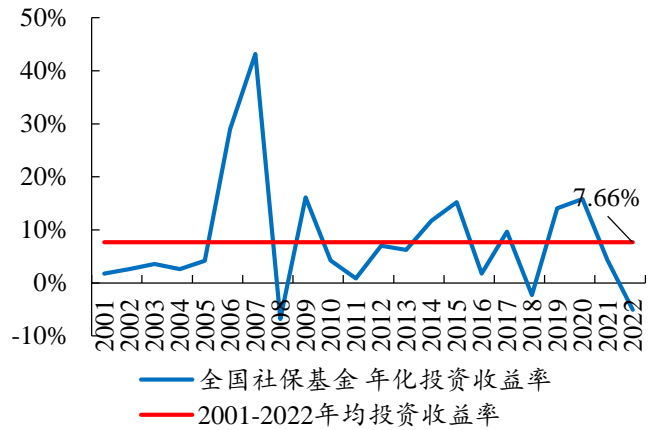
资料来源: 全国社保基金理事会、财政部、开源证券研究所

图10: 2022年全国社保基金2.9万亿元, 同比-5%



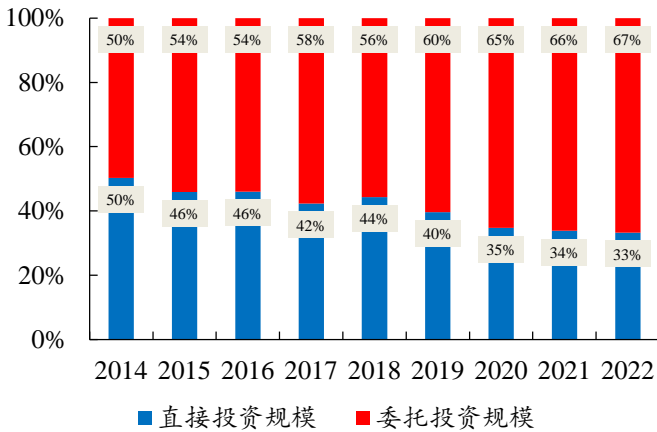
数据来源: 社保基金理事会、开源证券研究所

图11: 全国社保基金成立以来年均收益率7.66%



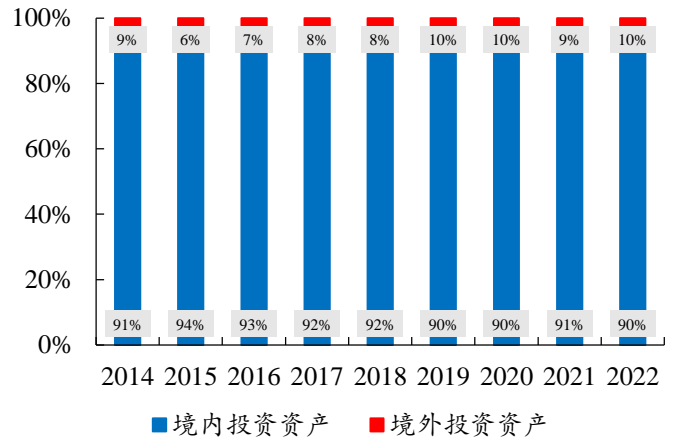
数据来源: 社保基金理事会、开源证券研究所

图12: 全国社保基金委托管理规模占比快速提升



数据来源: 人社部、开源证券研究所

图13: 全国社保基金以境内资产为主, 2022占比90%



数据来源: 人社部、开源证券研究所

我们用两个维度测算 2022 年全国社保基金权益配置比例预计约 23%-35%。考虑全国社保基金未披露资产配置结构明细, 我们从两个维度测算社保基金权益配置比例。

**维度一: 交易性金融资产 (权益类) + 长期股权投资规模。** 我们根据上市险企交易性金融资产结构假设社保基金披露的“交易性金融资产”中约 50% 为权益类资产, 叠加长期股权投资合计占可投资资产比重为 35.4%。

**维度二: 社保基金重仓股流通市值 + 长期股权投资规模。** 各公司披露的社保基金作为前十大股东的重仓股流通市值规模, 我们测算 2022 年社保基金权益持仓规模在 3900 亿元, 叠加长股投 2700 亿元, 占 2022 年可投资资产规模比重约 23%, 较监管上限比例 40% 仍有较大提升空间。

表5: 我们测算 2022 年全国社保基金和基本养老保险权益配置占比较低

名称	全国社保基金	基本养老保险
时间	2022 年	2022 年
单位	万亿人民币	万亿人民币
总资产规模	2.88	6.98

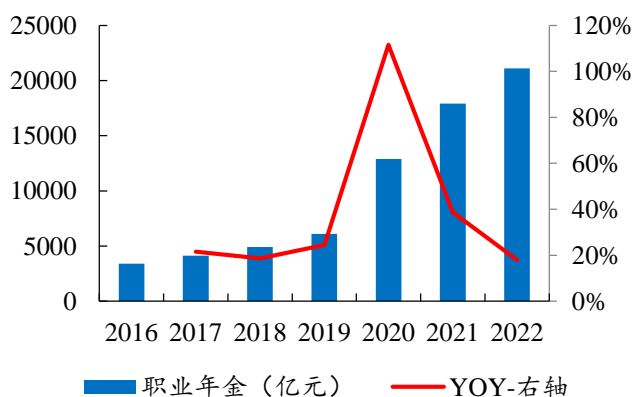
名称	全国社保基金	基本养老保险
可投资规模	2.88	1.62
交易性金融资产规模	1.49	0.76
假设权益占比	50%	40%
权益规模	0.75	0.31
占可投资资产比重	25.9%	18.9%
长期股权投资	0.27	-
占可投资资产比重	9.54%	
<b>维度一： 交易性金融资产（权益类）+长股投占比</b>	35.4%	18.9%
重仓股流通市值	0.39	0.034
占可投资资产比重	13.4%	2.1%
<b>维度二： 重仓股+长股投占比</b>	23.0%	2.1%
监管上限	权益类资产投资比例（≤40%）	投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的比例（≤30%）

数据来源：人社部、Wind、开源证券研究所

### 2.3、养老金第二支柱：实际权益比例低于 10%，委托和考核机制待完善

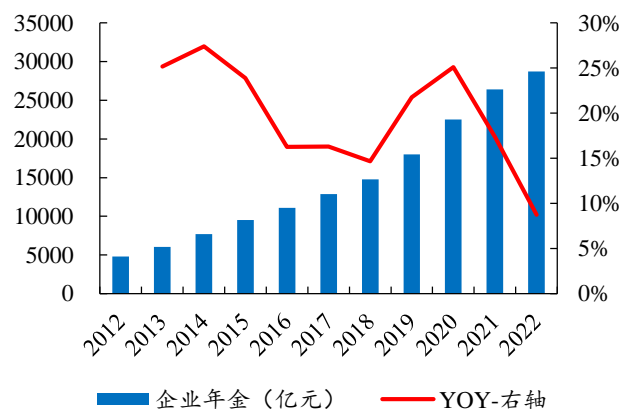
第二支柱包括企业年金和职业年金，2022 年末占养老金三支柱比重约 33%。企业年金主要适用于企业职工，企业根据自身建设情况自愿选择为本企业职工建立的一种补充性养老金制度，由雇主和个人双方共同缴费；职业年金制度面向机关事业单位职工，具有一定强制性，同样由单位和个人共同缴费，采取基金累积的方式。2022 年全国职业年金和企业年金分别 2.11 和 2.87 万亿元，分别占养老金三支柱的 13.8% 和 18.8%。

图14：2022 年全国职业年金 2.11 万亿元，同比+18%



数据来源：人社部、Wind、开源证券研究所

图15：2022 年全国企业年金 2.87 万亿元，同比+9%



数据来源：人社部、Wind、开源证券研究所

委托投资管理人 23 家，权益上限比例提高，但实际权益配置比重偏低。(1) 2020 年《关于调整年金基金投资范围的通知》允许年金基金投资港股通标的，并将权益

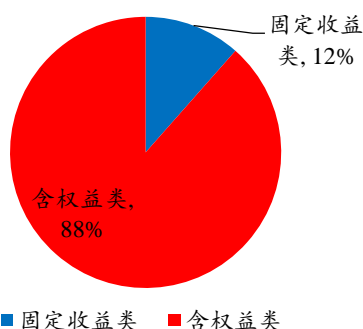
类资产投资比例上限提高至 40%。考虑企业年金业务分类中“含权益类资产”指企业年金产品中含有权益类资产的产品，按产品整体净值合计而明显虚高，由此我们采用 2020 年《全国企业年金基金业务数据摘要》中企业年金的养老金产品观测企业年金权益类资产配置结构，2023Q3 末权益类资产配置占比 6.3%，配置占比明显偏低。(2) 企业年金和职业年金采用委托管理模式，截至 2022 年末共有 23 家投资管理机构参与市场化投资。

**表6：企业年金可投资于银行存款、股票、基金等产品，权益资产比例上限为 40%**

投资范围	投资比例
一年期以内（含一年）的银行存款、中央银行票据，同业存单，剩余期限在一年期以内（含一年）的国债，剩余期限在一年期以内（含一年）的政策性、开发性银行债券，债券回购，货币市场基金，货币型养老金产品等流动性资产	合计不得低于投资组合委托投资资产净值的 5%
一年期以上的银行存款，标准化债权类资产，信托产品，债权投资计划，债券基金，固定收益型养老金产品，混合型养老金产品等固定收益类资产	合计不得高于投资组合委托投资资产净值的 135%
股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品（含股票专项型养老金产品）等权益类资产	合计不得高于投资组合委托投资资产净值的 40%
信托产品、债权投资计划，以及信托产品型、债权投资计划型养老金产品	合计不得高于投资组合委托投资资产净值的 30%

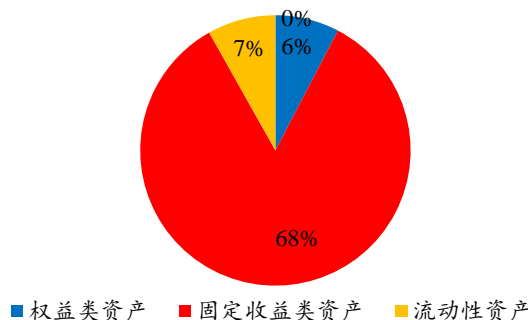
资料来源：人社部、开源证券研究所

**图16：2022 年企业年金“含权益类”组合资产占比 88%**



数据来源：人社部、开源证券研究所

**图17：2022 年企业年金中养老金权益类资产占比 6%**



数据来源：人社部、开源证券研究所

**表7：我们测算 2023Q3 末企业年金中的养老金产品权益类资产规模占比 6.3%**

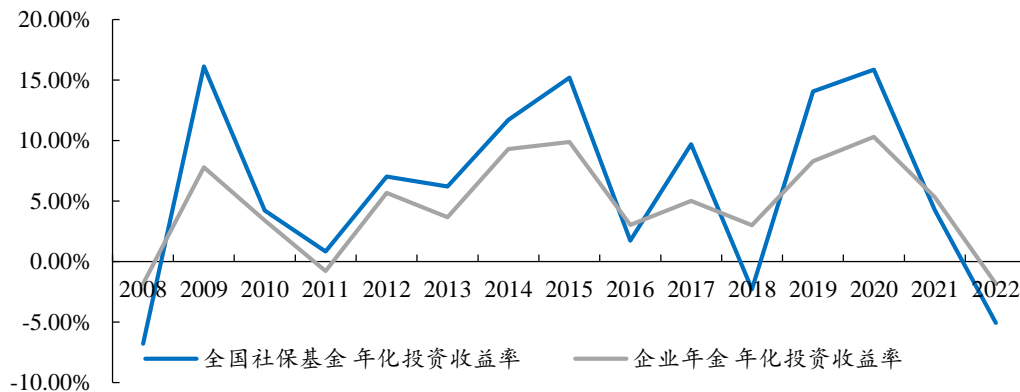
单位：亿元	2020	2021	2022	2023Q3 末
企业年金	22497	26406	28718	30902
其中：养老金产品	15148	19276	21739	23075
占企业年金比重	67%	73%	76%	75%
其中：权益类资产规模	1232	1611	1353	1465
占养老金产品比重	8.1%	8.4%	6.2%	6.3%

数据来源：人社部、开源证券研究所

企业年金和职业年金成立至 2022 年末的年均投资收益率分别 6.58%和 5.29%。长趋势投资收益率来看，企业年金收益率中枢相对低于全国社保基金，从 2008-2022 年全

国社保基金和企业年金年均收益率分别为 7.66% 和 6.58%，2018 年职业年金启动投资运营至 2022 年，其年化收益率为 5.29%。

**图18：对比全国社保基金，企业年金年化投资收益率中枢较低**



数据来源：人社部、开源证券研究所

## 2.4、养老金第三支柱：账户+产品制合计约万亿规模，资产入市潜力较大

个人养老金产品端和账户端陆续发力，未来入市潜力较大。个人养老金产品主要为养老理财产品、养老年金保险、个税递延型养老保险、专属商业养老保险、养老目标基金等。2015 年以来以保险、银行理财、养老目标基金等产品形态的个人养老金制度陆续推出，当前市场体量约万亿规模。2022 年 11 月开始，个人养老金制度顶层设计落地，36 个城市（地区）先行启动，截至 2022 年末共计 1954 万人开设个人养老金账户，缴费人数 613 万人，总缴费金额 142 亿元。

**表8：银行理财、保险和基金产品纳入个人养老金体系下，合计规模约万亿元**

运作公司	产品名称	规模	对应政策
银行储蓄	养老储蓄存款、养老理财产品	2023Q1 末累计发行规模 1005 亿，发行数量 51 只，11 家公司参与。	2021 年 12 月 6 日，工银理财、建信理财、招银理财和光大理财 4 家试点机构首批银行理财产品面向公众正式发售。2022 年 3 月，养老理财产品试点进一步扩容，参与机构扩大到 11 家理财公司，试点地区扩大到 10 个城市。
	商业养老年金保险	2023 年 Q1 末累计准备金 6600 亿元。	2015 年原保监会《人身保险公司保险条款和保险费率管理办法》、2017 年《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》等进行了规范。
保险	个人税收递延型商业养老保险	2021 年 10 月累计保费收入 6 亿元，2023Q1 累计保费 50.8 亿元，23 家保险公司参与试点。	2018 年 4 月财政部等五部门发布《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》（财税[2018]22 号），自 2018 年 5 月 1 日起在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区开展试点。
	专属商业养老保险	2021 年 10 月累计保费收入 2 亿元，6 家保险公司参与。	2021 年 5 月银保监会印发《关于开展专属商业养老保险试点的通知》，宣布自 2021 年 6 月 1 日起由 6 家人身险公司在浙江省（含宁波市）和重庆市开展为期一年试点。
基金	养老目标基金	2023 年末目标日期型+目标风险型 FOF 资产净值 1555 亿元。	2018 年 2 月证监会《养老目标证券投资基金指引(试行)》要求，以 FOF 方式操作，定期开放的封闭运作期或投资人最短持有期限不低于 1 年，包括目标日期、目标风险两类。

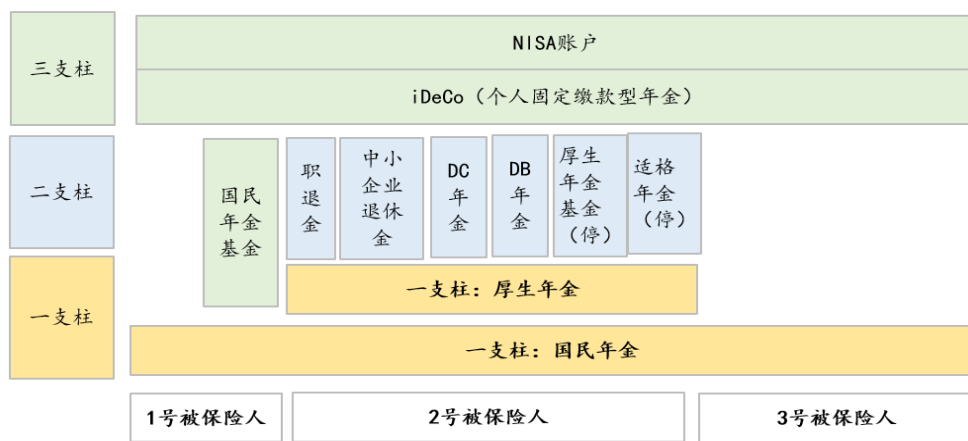
资料来源：金融监督管理总局、全国社保基金、开源证券研究所

## 3、从全球养老资产看委托管理模式和资产配置结构

### 3.1、日本 GPIF：被动管理+委托投资为主，权益资产占比中枢 50%

GPIF 负责管理和投资厚生劳动省委托的储备资产，为国民年金和厚生年金等公共养老金提供稳定的支付保障。厚生劳动省是 GPIF 的上级监管部门，GPIF 具体负责养老储备基金的管理和投资运作，实行理事会制。投资目的是通过长期有效而稳定的管理，为未来养老金的财务稳定提供支持。GPIF 以被动投资和委托投资为主。

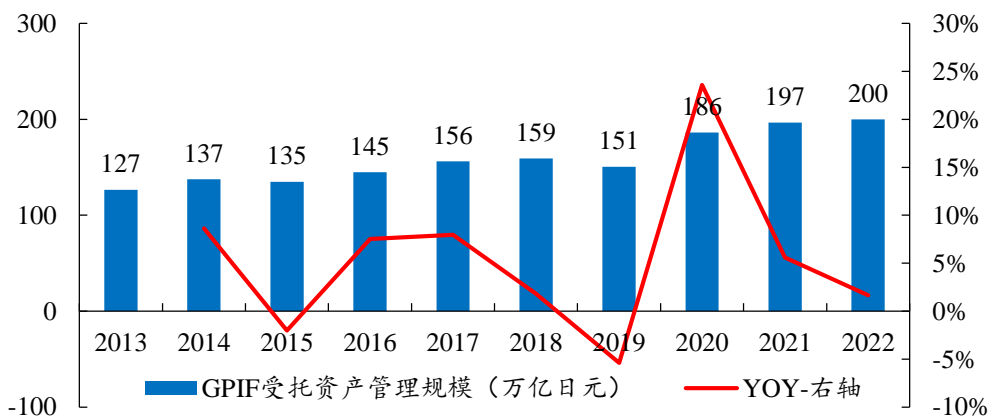
图19：日本国民和厚生年金构成一支柱，二支柱种类较多，三支柱有 NISA、iDeCo 和国民年金基金为主



资料来源：日本厚生劳动省、开源证券研究所

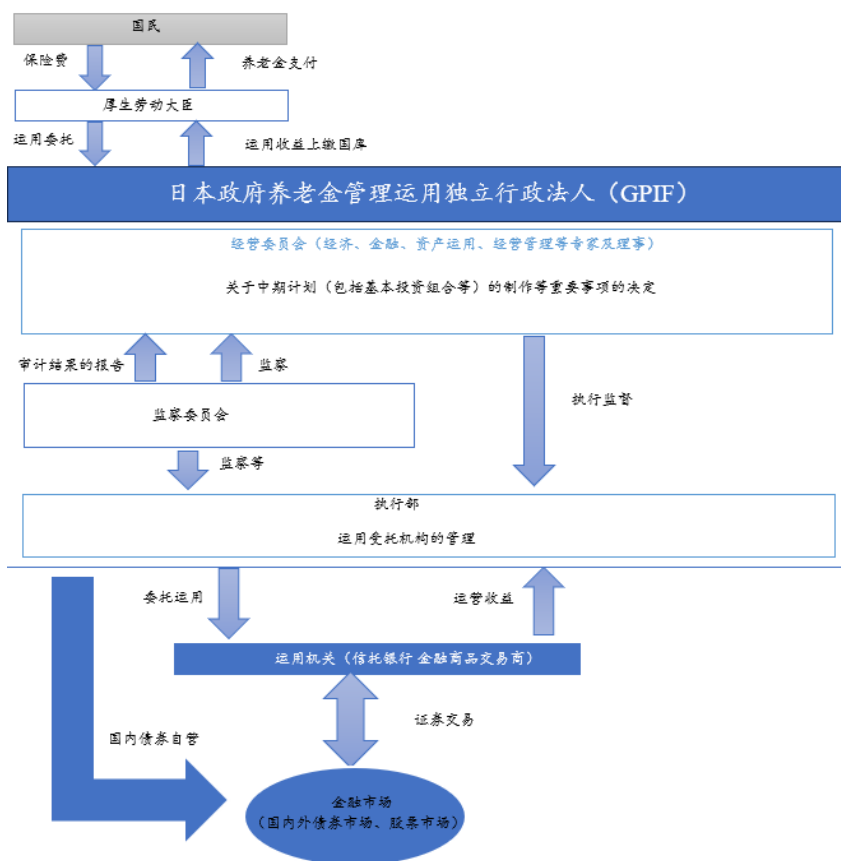
注：1号参与者为“农民、学生、个体工商户等自营业者”，2号参与者为雇员和公务员，3号为20-60岁的被扶养配偶。

图20：2022年 GPIF 受托资管规模 200 万亿日元，2013-2022 复合增速 5%



数据来源：GPIF、开源证券研究所

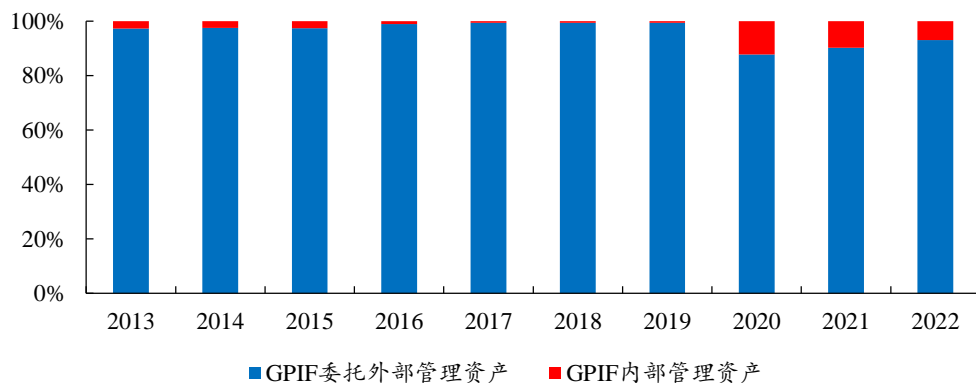
图21: GPIF 负责管理和投资厚生劳动省托的储备资产, 包括国民年金和厚生年金



资料来源: GPIF、开源证券研究所

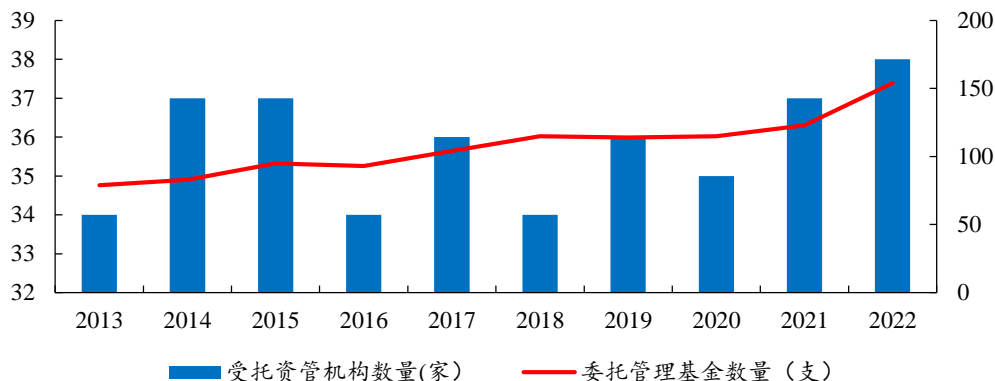
GPIF 成立以来大部分资产以委托投资为主, 委托投资管理规模占比超 80%, 除本国的部分国内债券和非上市股权外, 上市股票等基本全部采取委托投资方式。GPIF 认为委托投资能够有效提升投资的专业化水平, 并且可以通过将资金委托给多家机构来分散风险。委外投资中 80%为被动投资方式, 基础管理费较低但不设置管理费用上限, 激励外部管理人发挥主动管理优势获取超额收益。

图22: GPIF 以委托管理模式为主, 2022 年 93%的资金由外部委托人管理



数据来源: GPIF、开源证券研究所



**图23：GPIF 委托管理人和基金数量波动式上升，2022 年分别 38 家和 154 支**


数据来源：GPIF、开源证券研究所

**2020 年后资产配置权益占比要求超 50%，资产收益率弹性主要来自权益资产。**（1）GPIF 每年实际资产配置严格按照配置中枢执行，允许范围内上下浮动。资产配置结构严格按照 GPIF 要求比例，2022 年国内债券/国外债券/国内股票/国外股票分别占比 24.83%/25.04%/25.15%/24.98%，权益类资产配置占比超 50%。（2）自 2001 年成立以来年化收益率 3.59%，2013-2022 年平均收益率 5.52%。

**表9：2006-2009 年 GPIF 第一期中期目标资产配置结构权益占比约 20%**

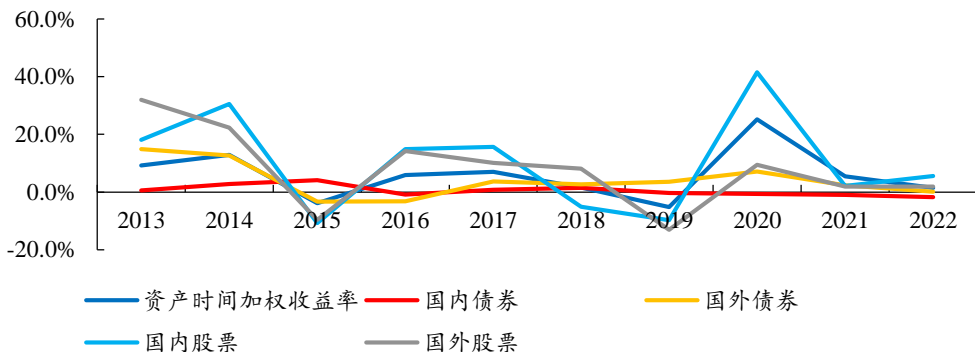
	国内债券	国内股票	外国债券	外国股票	短期资产
资产构成	67%	11%	8%	9%	5%
调整偏差	(-8%, +8%)	(-6%, +6%)	(-5%, +5%)	(-5%, +5%)	

资料来源：GPIF、开源证券研究所

**表10：2020-2024 年 GPIF 第四期中期目标资产配置结构权益占比约 50%**

	国内债券	国外债券	国内股票	国外股票
资产构成	25%	25%	25%	25%
调整偏差	(-7%, +7%)	(-6%, +6%)	(-8%, +8%)	(-7%, +7%)

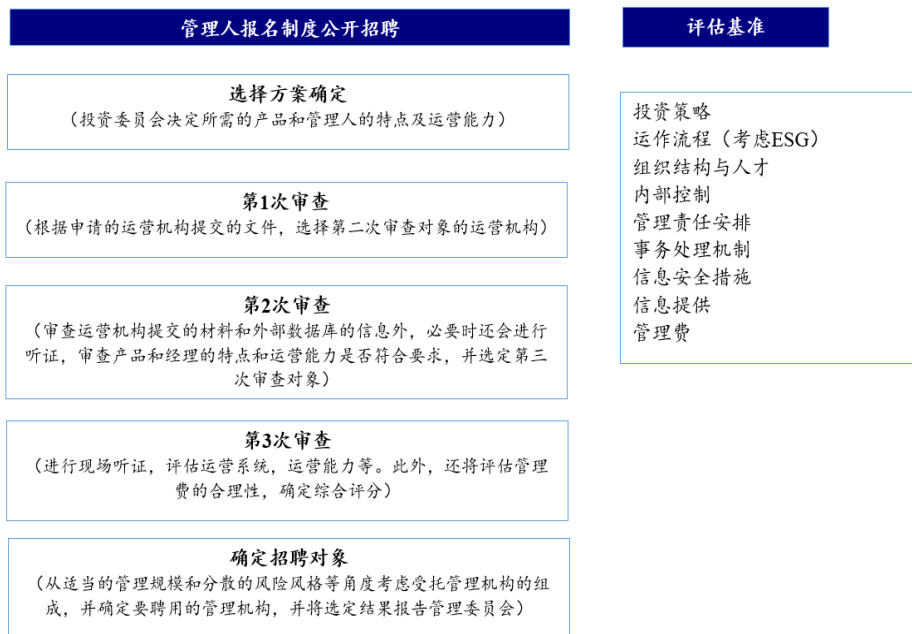
资料来源：GPIF、开源证券研究所

**图24：2013-2022 年 GPIF 加权年化收益率 5.52%，权益资产带来收益率弹性**


数据来源：GPIF、开源证券研究所

**委托管理人类型：可为银行、信托、保险以及其他资管公司。**（1）**委托管理人资质：**委托管理人需要具备授权资格，具有一定资管规模，同时近三年不存在合资金管理相关重大风险且信用评级较高。（2）**聘任委托管理人的模式：**不限时公开征集，采用管理人申报制。GPIF 引进管理人申报系统，由资产管理公司针对国内债券、国外债券、国内股票、国外股票、REITs 五类资产申报，经过管理部门三次审查后，考虑综合评估结果和管理费率等因素确定聘任单位。（3）**委托管理人管理：**持续申报的外部管理人与已经委托的管理机构形成竞争，动态调整，灵活采用新的运营机构；委托管理过程中，委托管理人被要求定期每月汇报管理业绩和风险状况，必要时召开会议并听取说明；每年进行年度综合评估，对估值较低的基金产品进行改善调整，同时采用过渡管理人制度以平滑受托机构调整带来的影响。此外主动管理机构引入与超额收益挂钩的报酬机制。

**图25：GPIF 聘任委托管理人经过 3 轮审查，考察要素较为全面**



资料来源：GPIF、开源证券研究所

**表11：GPIF 委托管理人以具有一定规模的资产管理公司为主，每年要求综合评估，动态调整运营机构**

关键词	主要内容
GPIF 外部管理人 资质要求	已获得受托管理和养老管理养老金公积金所需的授权等
	境内外养老金管理资产余额整体规模相当大
资产管理公司类型	最近三年内不存在与资金管理业务有关的重大不当行为
	对于与投资同时进行资产管理的受托管理机构，有两家或两家以上评级机构给予 BBB 级或以上评级（以委托评级为发行主体，限长期评级）；且未获得任何评级机构的 BB 级以下评级
	与一家信托公司合作的具有独立管理能力的资产管理公司
	经营信托业务的银行
	融资型信托公司
资产管理公司	人寿保险公司
	内部资产管理公司
资产管理公司	公开招聘，在管理人进入系统中根据管理资产类别自主申报材料，GPIF 根据 3 轮资格审查

选任方式	后选任
资产管理公司的监督与管理	委托管理公司要求每月向 GPIF 汇报资金管理和使用情况；每年需进行年度综合报告 主动管理机构采取基于超额收益的浮动管理费制度
资产管理公司的调整与退出	GPIF 实时审核自主申报的外部管理人和监控委托投资管理人的投资情况，引入过渡管理人制度灵活动态调整运营机构

资料来源：GPIF、开源证券研究所

**表12: GPIF 委托管理人以全球知名资产管理公司为主，规模集中度较高**

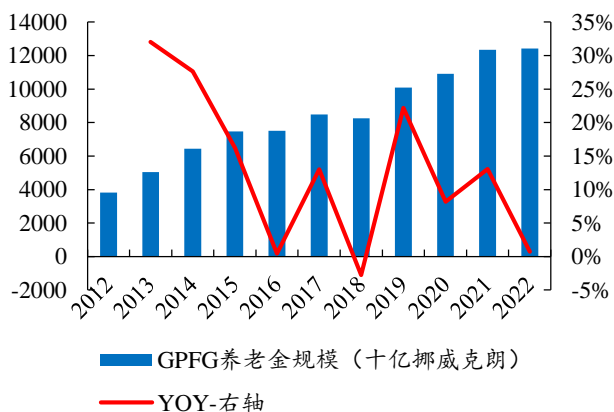
公司名称	2022 年末管理市值 (亿日元)	市占率
贝莱德资产管理公司	374578	20.2%
三井住友信托资产管理	319000	17.2%
瑞索纳资产管理公司	288303	15.5%
瑞穗信托资产管理公司	238722	12.8%
道富环球顾问有限公司	157058	8.5%
三菱 UFJ 信托银行	156572	8.4%
L&G 法通资产管理公司	126071	6.8%
野村资产管理公司	46701	2.5%
其他资产管理公司合计	17292	8.2%

数据来源：GPIF、开源证券研究所

### 3.2、挪威 GPFG：偏好中小私营资管机构，关注新兴市场和小盘股票

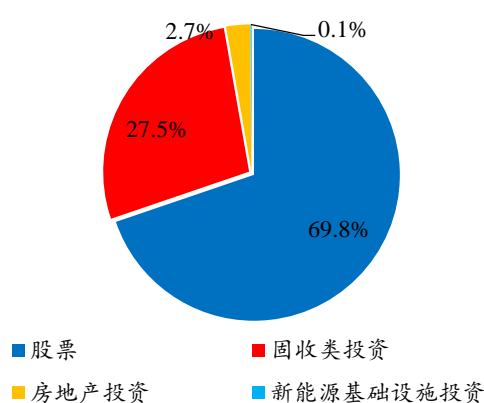
**机构定位：GPFG 是全球最大主权财富基金之一。**挪威养老金三支柱体系分别为国家养老金、职业养老金和个人养老金，其中政府养老金是基础性社会保障制度的重要组成部分，分为政府养老金全球基金（GPFG）和政府养老金挪威基金（GPFN）两部分，前者为全球最大的主权财富基金，不直接运用于社会养老支出，而是养老储备金。（1）**管理模式：挪威财政部指定管理条例，NBIM 负责运用和投资执行。**挪威财政部对 GPFG 的运营管理完全负责，制定并委托管理的指导条例，挪威财政部将基金委托给挪威中央银行进行日常管理，由挪威中央银行下设的投资管理公司 NBIM（Norges Bank Investment Management）负责具体运营和投资执行。（2）**投资策略：大类资产配置、投资标的优选、动态调整。**其中投资标的优选任务一部分交由委托管理人执行，主要投资于新兴市场等 NBIM 不熟悉的领域。

**图26: 2022 年 GPFG 养老金 12.4 万亿挪威克朗**



数据来源：NBIM、开源证券研究所

**图27: 2022 年 GPFG 养老金 70% 投资于权益资产**

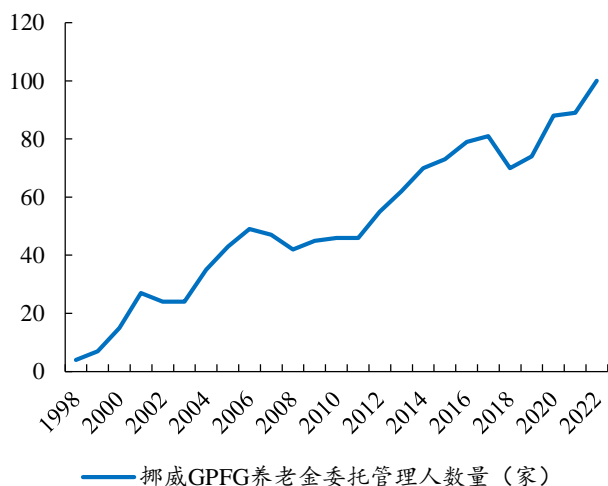


数据来源：NBIM、开源证券研究所

**聘任模式：官网公开无限期招聘委托管理人，关注管理人的投资组合表现外还需了解股权结构、公司治理能力、合规管理能力和管理人团队流动性。**前期问卷调查了解公司的投资策略和历史表现，决定是否将其列入候选人名单；后续进行深入的问卷调查，了解公司的组织架构、董事会成员情况、运营流程、合规管理、公司治理等全方面信息。分析管理人股权结构的同时还考察其母公司与大型金融集团的关联交易情况，以规避政治影响因素。**委托管理人投中监管：实时监控合规操作风险和利益冲突问题，每年定期提交投资业绩报告和运营风险报告。**NBIM 定期与委托管理人的运营和合规人员访谈，防止个人交易行为产生，同时 2009 年后专门委托审计人员定期提交委托管理人的诚信报告。此外，投资更新报告主要包括投资团队的变化、投资组合情况、财务表现；运营风险报告主要涉及许可证检查、股权结构、合规风险和内部控制情况。

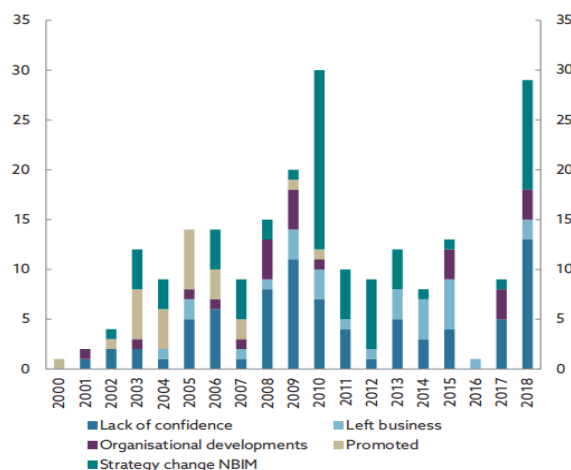
**以自行管理为主，委托管理人数快速增长且灵活变动。**2022 年委托管理规模 5720 亿挪威克朗，占总管理资产比重 4.6%。自 1998 年委托 4 家公司管理被动指数基金到 2022 年管理人数达到 100 家。NBIM 不断调整战略投资方向，每年平均中止委托管理人约 11 项，但委托管理人综述保持快速增长。

图28：挪威GPFG委托管理人从1998年4位增加到2022年100位



数据来源：NBIM、开源证券研究所

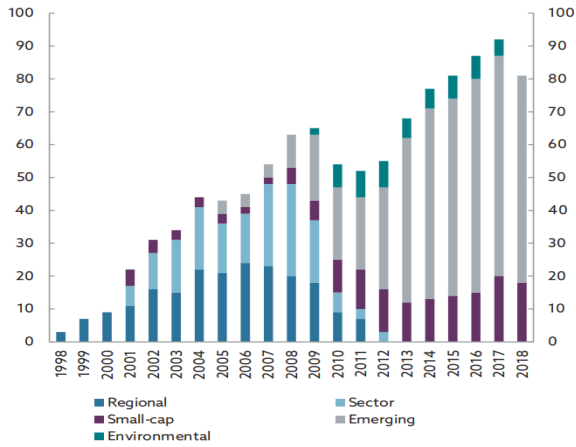
图29：NBIM 平均每年中止 11 项委托管理人合作项目，主因战略调整和缺乏对管理人投资回报信任



数据来源：NBIM 注：单位为家

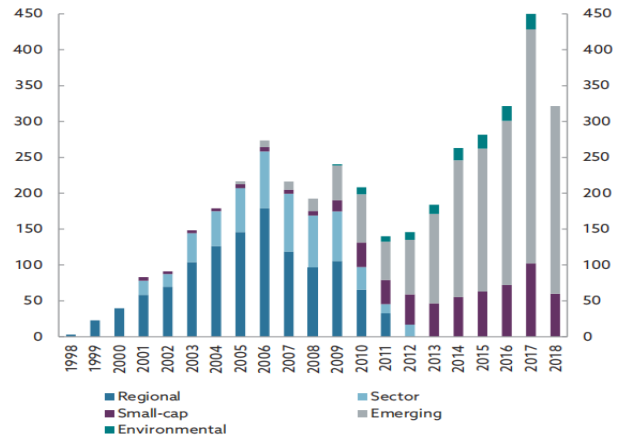
**委托管理人投资方向从早期被动指数投资，到特定的欧美区域和规定行业，逐步调整到投资中国、中东、非洲等新兴市场和小市值股票方向。**近年来 NBIM 认为以中国为代表的的新兴市场国家存在投资机会，而 NBIM 认为本地机构投资者对新兴市场了解更加全面，因此大量招募新兴市场的委托管理人。

图30：管理人数量按投资方向分类看，管理人从特定的欧美区域投资逐步转向为新兴市场和小盘股方向



数据来源：NBIM 注：单位为家

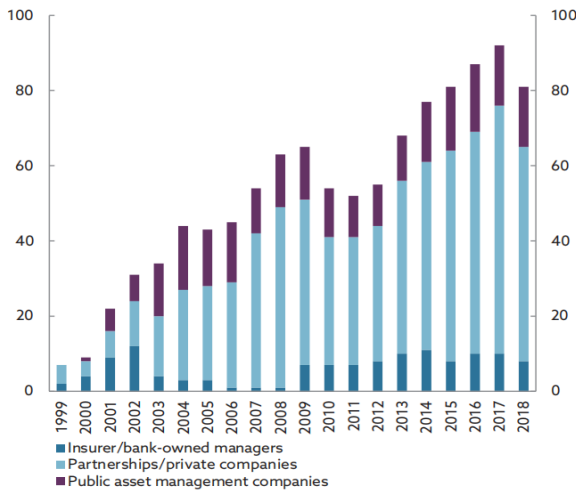
图31：管理人规模按投资方向分类看，管理规模从特定区域和行业转向新兴市场和小盘股方向



数据来源：NBIM 注：单位为十亿挪威克朗

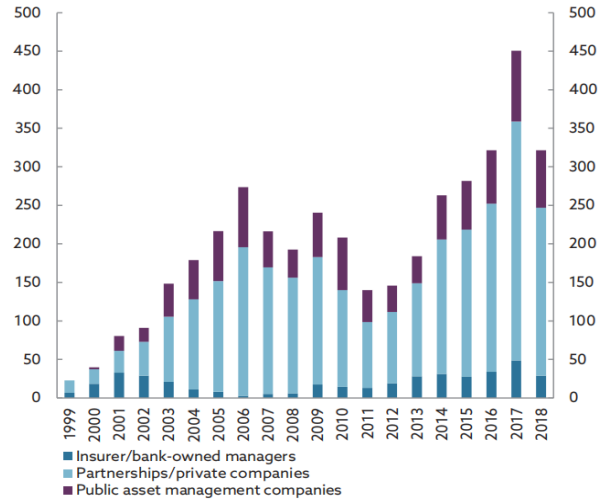
委托管理人以中小型私营资产管理公司或合伙企业为主。主因此类公司贡献更多的超额回报。公司分析私营资产管理机构从1998年至今的年化超额回报率为2.6%，明显高于国有资产管理公司和其他金融机构（保险和银行）的1.1%和1.8%；同时中型和小型的资产管理公司超额年化回报率为2.6%和3.5%，明显高于大型资管公司的超额回报率1.6%。

图32：管理人数量按管理人类型分，私营资产管理公司为主而保险、银行相对较少



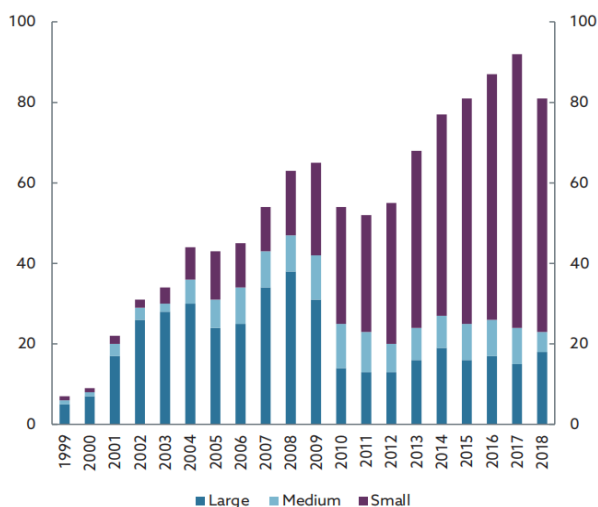
数据来源：NBIM 注：单位为家

图33：管理规模按管理人类型分，私营资产管理公司掌握更多委托资产



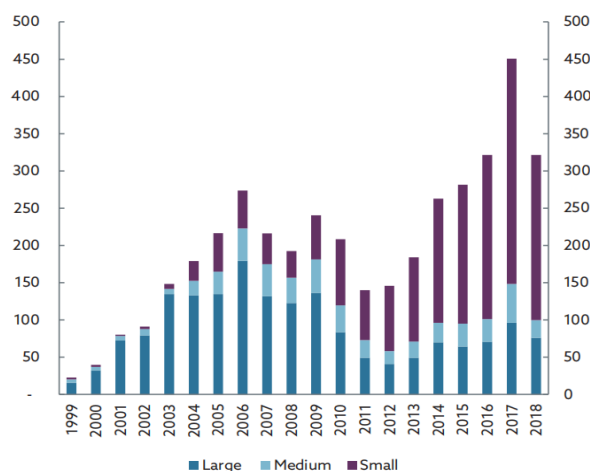
数据来源：NBIM 注：单位为十亿挪威克朗

图34: 管理人数量按管理人规模分类, 小型规模管理人占比逐步提高



数据来源: NBIM 注: 单位为家

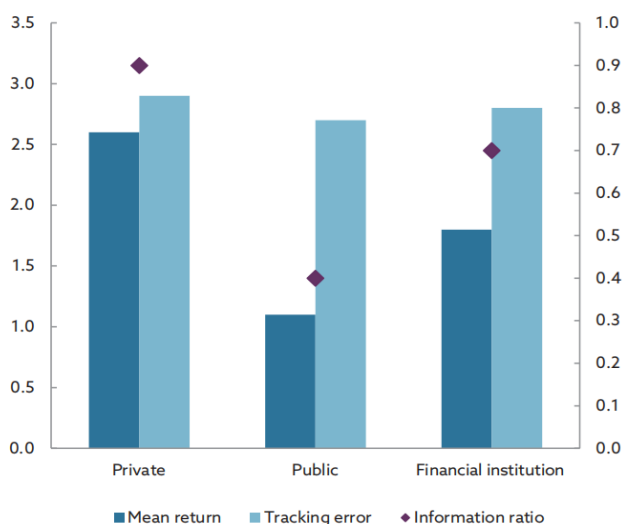
图35: 委托管理规模按管理人自身体量来看, 小型外部管理人受托更多资产, 市场集中度较低



数据来源: NBIM 注: 单位为十亿挪威克朗

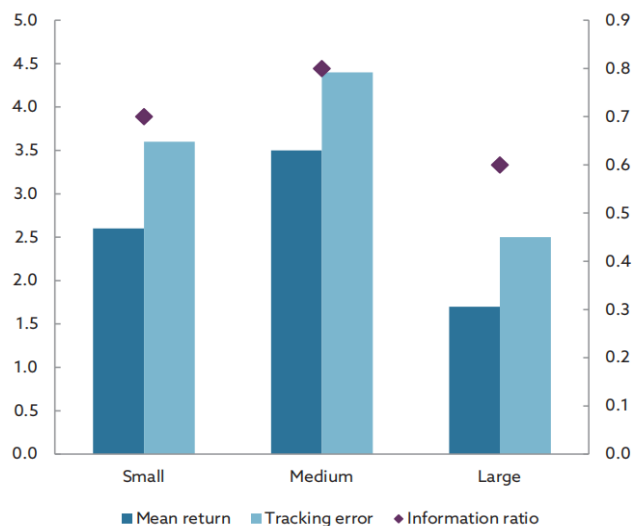
**NBIM 超额回报 4/5 由外部管理人贡献。**根据 NBIM 报告, 自 1998 年至今, 公司超额回报率在 2%, 其中 4/5 来自外部管理人贡献, 外部管理人业绩回报平均每年收益超过基准 1%, 公司将超额回报中 40%用于支付管理人。

图36: 股东背景为私营的资产管理人平均相对回报率更高, 贡献更多超额收益



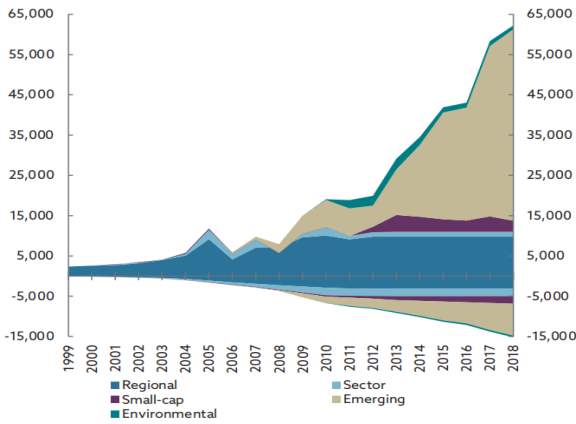
数据来源: NBIM 注: (1) Mean return 是指平均相对回报率; (2) Tracking error 是指是指组合收益率与基准收益率之间差异的收益率标准差, 反映了基金管理的风险。(3) information ratio 信息比率是指承担单位主动风险带来的超额收益。

图37: 资产管理规模中等的委托管理人相对回报率更高, 超额收益贡献更多



数据来源: NBIM 注: 单位为百分比

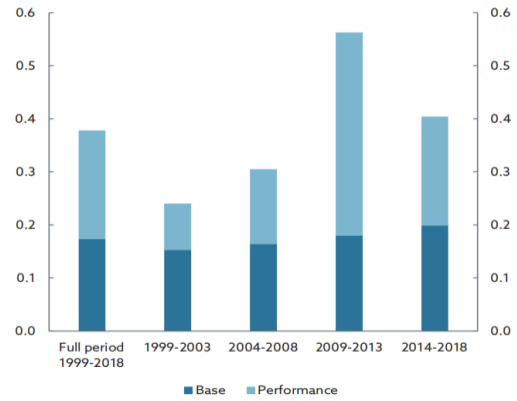
图38: 委托管理人创造的超额回报明显覆盖支付的管理费用, 且新兴市场投资较多超额回报



数据来源: NBIM

注: X轴上方为委托管理人的累计投资收益, X轴下方为支付给委托管理人的管理费用, 单位为百万挪威克朗

图39: 委托管理人的基本管理费率约为 0.2%, NBIM 向管理人支付高激励的超额管理费

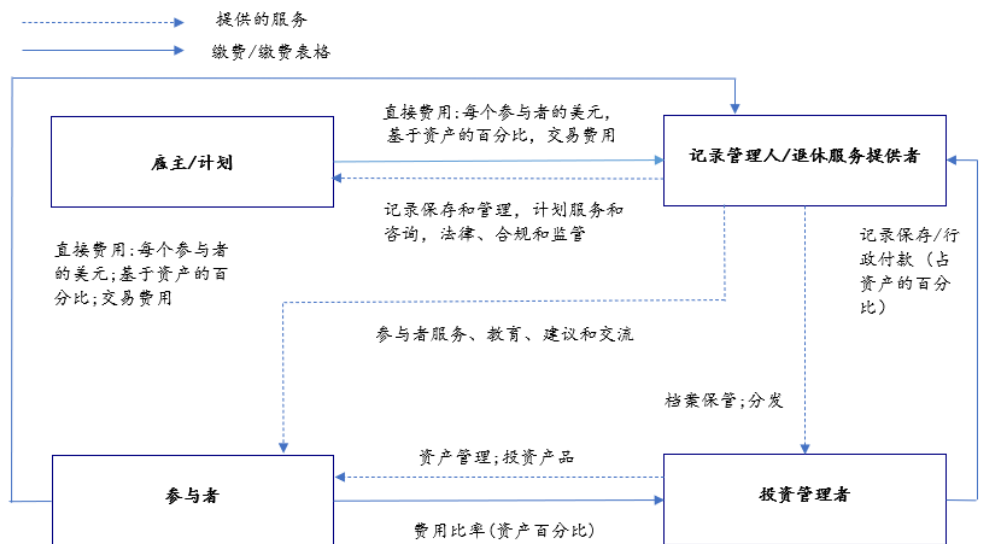


数据来源: NBIM 注: 单位为百分比

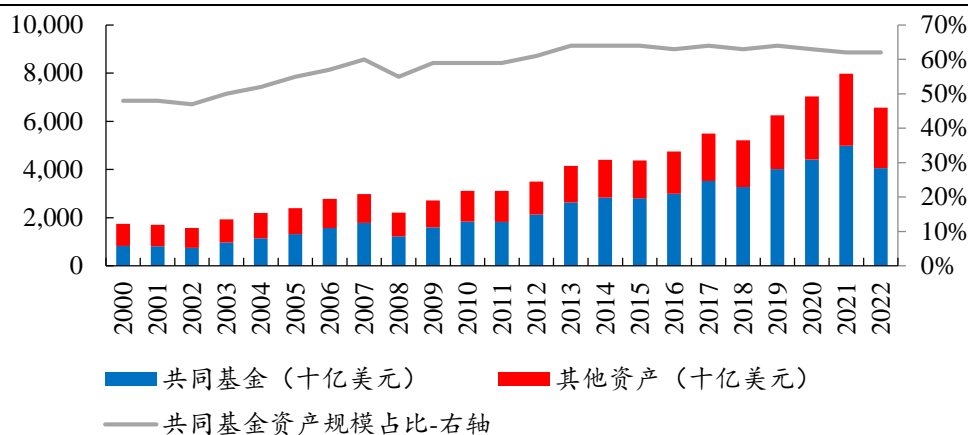
### 3.3、美国 401 (K): 高度市场化运作, 共同基金为主要产品形态

美国 401 (K) 是雇主养老金运作的主要模式, 每年养老金运作记录统计在内超 5 万单, 因而委托管理人规模庞大。美国养老金三支柱分别为政府主导的联邦退休金、公共部门和私人企业运作的 DB 和 DC 计划、IRAs 账户。其中 401 (K) 计划为 1981 年推出的税优养老金计划, 是雇主运作的主要方式。

图40: 美国 401 (K) 由记录管理者和投资管理分别提供记录和投资建议

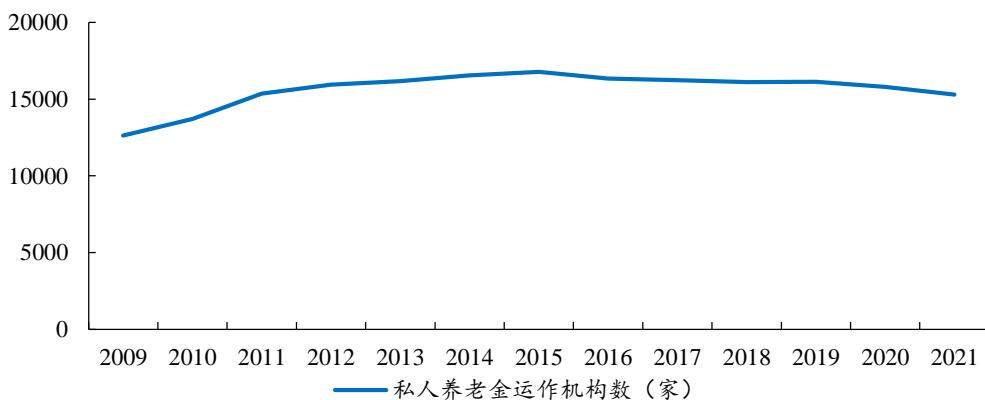


资料来源: ICI、开源证券研究所

**图41：美国 401 (K) 账户资产中约 60% 投资于共同基金**


数据来源：ICI、开源证券研究所

**401 (K) 委托管理人众多，2021 年达到 15290 家，资质要求较为宽松。**考虑 ICI 官网 401 (K) 资源中心均未统计委托管理人数量，我们通过美国劳工部每年汇总的居民填写的标准化 401 (K) 计划表单信息中“provider”词条，整理历年 401 (K) 养老金服务提供商数量。2021 年美国 401 (K) 计划的服务提供商数量记录超 15000 家。

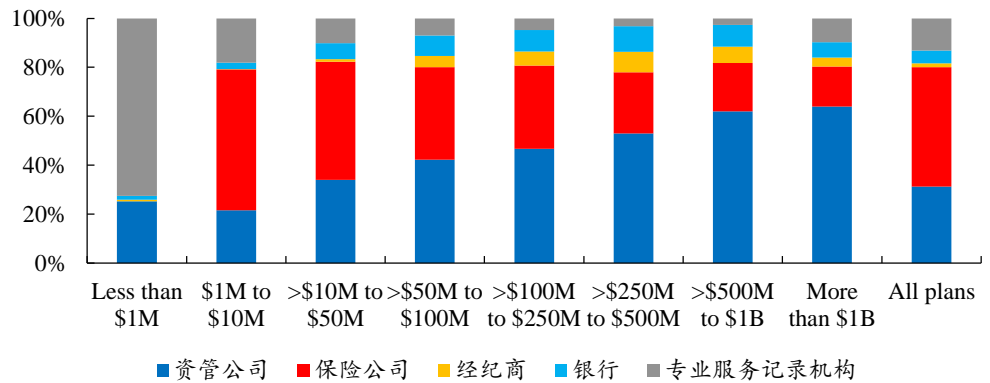
**图42：根据美国劳工局统计的 401 (K) 表单统计，私人养老金运作机构约 15000 家**


数据来源：美国劳工局、开源证券研究所

注：美国 401 (K) 计划主要为雇主发起设立的私人养老金计划，因而委托项目数量庞大，ICI 官网 401 (K) 资源中心并未对 401 (K) 委托管理数量进行统计。根据美国 ICI 官网 BrightScope 统计 2019 年经过审计的 401 (K) 计划超 58000 万项，若进一步从美国劳工部每年汇总“表格 5500”测算 401 (K) 项目数超 10 万份。

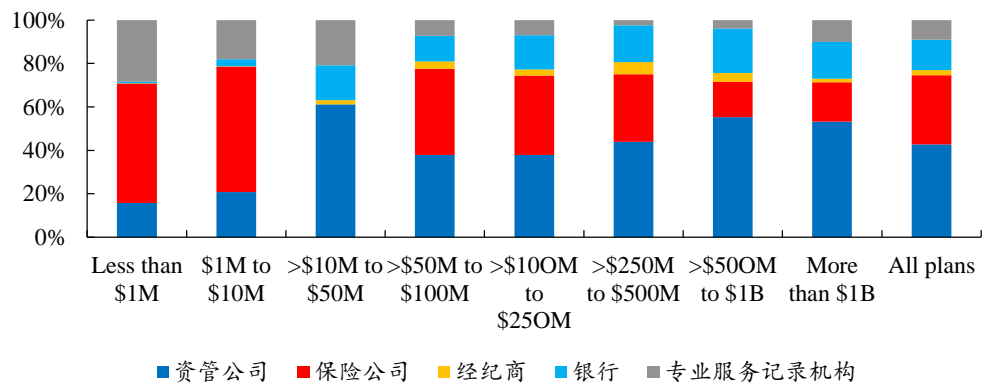
**运作 401 (K) 计划的主要公司为资产管理公司、保险、券商、银行以及专业的养老金运作机构。**根据 ICI 统计的前 40 名养老金服务商提供商数据来看，401 (K) 合同数量中保险公司占比约 50%，但资产管理规模约 21%，主因保险公司主要运营 100 万美元以下的养老金计划。资产管理公司合同数量占比 31%，但资管规模占比 58%，资管公司运作超 500 万美元以上的养老金计划占比较高。**集中度较低，CR40 为 66%。**根据 ICI 统计，2019 年排名前 40 的养老金服务提供商（委托管理人）资产规模 4.1 万亿，占 2019 年全部规模的 66%，CR40 为 66%。



**图43: 401 (K) 合同数量按委托管理人类型分, 保险公司/资管公司占比 49%/31%**


数据来源: ICI、开源证券研究所

注: 401 (K) 统计样本为 2019 年 BrightScope 数据库 41230 个样本, 资产规模 4.1 万亿美元。将排名前 40 的委托管理人按业务进行分类。经过审计的 401 (K) 文件通常包括 100 人以上。投资选项少于 4 个或超过 100 个的计划被排除在经审计的 401 (K) 分析文件之外。

**图44: 401 (K) 资金规模按委托管理人类型分, 资管公司/保险公司分别占比 58%/21%**


数据来源: ICI、开源证券研究所、

注: 401 (K) 统计样本为 2019 年 BrightScope 数据库 41230 个样本, 资产规模 4.1 万亿美元。将排名前 40 的委托管理人按业务进行分类。经过审计的 401 (K) 文件通常包括 100 人以上。投资选项少于 4 个或超过 100 个的计划被排除在经审计的 401 (K) 分析文件之外。

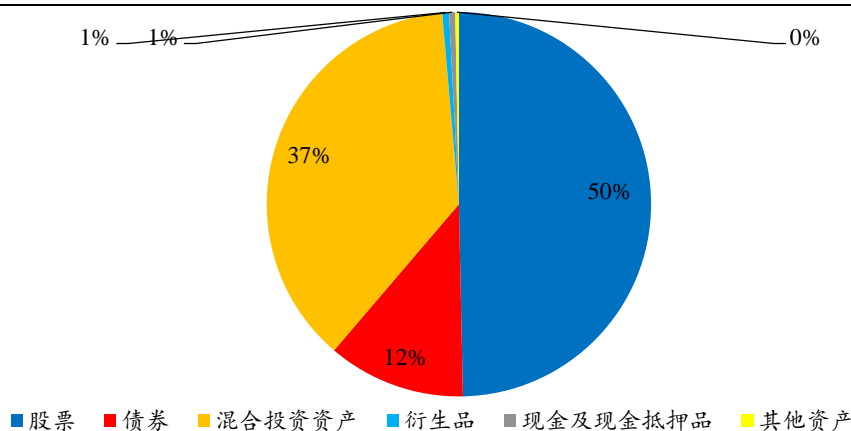
### 3.4、英国 NEST: 龙头资管机构为主, “产品+委外” 模式权益配置高

NEST 是国家层面建立的二支柱 DC 计划。英国二支柱职业养老金分为 DB 和 DC 计划, 其中 DC 计划可细分为英国国家职业储蓄养老金计划 (National Employment Savings Trust, NEST) 和普通 DC 计划。NEST 是英国政府为配套“自动加入”机制, 于 2012 年建立的国家层面职业养老金计划, 用于提供简单、收费低廉且高质量的职业养老金管理服务。2022 年英国 NEST 净资产规模 296 亿英镑。

采用“产品+对外委托”管理方式, 权益配置占比高。NEST 是英国政府为配套“自动加入”机制, 于 2012 年建立的国家层面职业养老金计划, 用于提供简单、收费低

廉且高质量的职业养老金管理服务。根据 NEST 年报披露，2022 年末 NEST 管理资产规模 296 亿英镑，其中 290 亿英镑资产由外部管理人进行管理。

**图45：2022 年末 NEST 股票配置占比 50%，权益资产配置占比高**



数据来源：NEST、开源证券研究所

委托管理人以全球知名资产管理公司为主，市场集中度偏高。(1) NEST 委托管理人数量自 2016 财年 6 位不断提升至 2022 财年的 19 位。2022 年瑞银资产管理公司受托管理 13.2 亿英镑养老金，占总资产份额为 45.5%，CR8 为 87.7%，市场集中度偏高。(2) 委托管理人资质要求较高，每一位委托管理人均通过公开招聘流程入选，NEST 将按照不同投资类别筛选委托管理人，目前 19 位资产管理公司均为全球大型资产管理公司，对公司资产规模和管理能力具有较高要求。公司类型以资产管理公司为主，2022 年 19 位保险资管/信托公司/养老金公司分别仅 1 家，剩余 16 家位全球综合资产管理公司。

**表13：2022 年 NEST 98%资产委托于 19 位外部管理人投资，其中瑞银集团占比 45.5%**

英文名称	中文名称	资产管理规模 (十亿英镑)	市场占有率
UBS Asset Management (UK)Ltd	瑞银资产管理（英国）有限公司	13.22	45.5%
Legal & General Investment Management Ltd	法通保险资产管理公司	2.28	7.8%
Royal London Asset Management Ltd	皇家伦敦资产管理有限公司	2.05	7.0%
BlackRock Inc	贝莱德资产管理公司	1.87	6.4%
Allspring Global Investments (UK)Ltd	Allspring Global Investments	1.83	6.3%
Amundi Asset Management	阿蒙迪资产管理	1.61	5.5%
Northern Trust Global Investments Ltd	北方信托环球投资有限公司	1.34	4.6%
J.P.Morgan Asset Management (UK)Ltd	摩根资产管理（英国）有限公司	1.30	4.5%
Octopus Investments Ltd	八达通投资有限公司	0.76	2.6%
CBRE Investment Management Inc	世邦魏理仕投资管理公司	0.52	1.8%
BNP Paribas Asset Management Nederland NV	法国巴黎资产管理公司	0.48	1.6%
CoreCommodity Management LLC	CoreCommodity 资产管理公司	0.42	1.5%
State Street Global Advisors Ltd	道富环球顾问有限公司	0.33	1.1%
Columbia Threadneedle Investments*	Columbia Threadneedle Investments	0.25	0.8%
Schroders Capital Private Equity	施罗德资本私募股权投资公司	0.24	0.8%
Wollesstonecraft Management Ltd			

英文名称	中文名称	资产管理规模 (十亿英镑)	市场占有率
HarbourVest Partners	港湾资本	0.20	0.7%
HSBC Global Asset Management (UK)Ltd	汇丰环球投资管理(英国)有限公司	0.20	0.7%
Local Pensions Partnership Investments Ltd / GLIL	本地养老金合伙投资有限公司	0.18	0.6%
Amundi (UK)Ltd	阿蒙迪(英国)有限公司	0.00	0.0%
合计		29.07	100%

资料来源：NEST、开源证券研究所

### 3.5、结论：我国养老金委托管理和权益配置规模仍有较大提升空间

我国养老金一二支柱委托管理模式和委托规模占比较全球养老金较低。从管理人数量看,2022年我国基本养老保险管理人数量21家,相较全国社保基金和日本 GPIF、挪威 GPF 相对较少。根据 GPIF 和 GPF 经验,增加委托管理人数量和降低管理规模集中度有利于优化养老金委托管理投资效率,提高超额回报率。从委托规模占比看,2022年我国基本养老保险实际委托管理规模占比仅14%,相对低于社保基金和委托管理模式为主的日本 GPIF 养老金。

表14：2022年我国基本养老保险委托管理规模占总结余14%，仍有提升空间

	社保基金	基本养老保险	企业年金	日本 GPIF	挪威 GPF	美国 401 (K)	英国 NEST
总资产规模	2.84	1.62	2.87	199.83	12.43	6.57	29.60
总结余规模	-	6.98	-	-	-	-	-
委托管理规模	1.93	0.99	2.87	185.87	0.57	6.57	29.07
占可投资资产 比重	68%	61%	100%	93%	4.6%	100%	98.2%
占总结余比重	-	14%	-	-	-	-	-
委托管理人数量	境内 18; 境外 37	21	22	38	100	15000	19
管理人类型结构	基金：16家； 证券公司：2家。	基金：14家； 保险：6家； 券商：1家	基金：11家； 保险：8家； 券商：2家 养老金：1家。	基金资管：超30家 信托：3家； 其余为银行、保险资管和投资咨询。	私营资管：超60家； 保险和银行：少于20家； 公共金融机构：10家以内。	专业私人养老金运营机构数量最多； 40家龙头中保 险公司数量占 比约50%； 40家龙头中基 金公司管理规 模超70%。	19家公司以全 球资管公司为主； 瑞银资管 AUM 占比达46%。
单位	万亿元			万亿日元	万亿挪威克朗	万亿美元	十亿英镑

资料来源：全国社保基金会、人社部、GPIF、挪威 NBIM、美国 ICI、英国 NEST、开源证券研究所

对比全球养老金资产配置结构看,我国一二支柱养老金权益配置仍有提升空间。(1)根据前文测算,全国社保基金和基本养老保险“交易性金融资产中股权型资产+长股投”占可投资资产比重分别35.4%/18.9%,较日本 GPIF 和挪威 GPF 的50%和70%明显较低,预计一方面来自权益配置监管上限等配套有待完善,另一方面在于中长

期资金入市意愿不足。(2) 二支柱权益配置比重约 6%，较 401 (K) 和英国 NEST 具有明显差距。

**表15：2022 年我国社保基金和基本养老保险基金权益配置比重较发达国家社保基金明显偏低**

名称	全国社保基金	基本养老保险	GPIF	挪威 GPF
单位	万亿人民币	万亿人民币	万亿日元	万亿挪威克朗
总资产规模	2.88	6.98	200	12.4
可投资规模	2.88	1.62	200	12.4
交易性金融资产规模	1.49	0.76		
假设权益占比	<b>50%</b>	<b>40%</b>		
权益规模	0.75	0.31	100	8.7
占可投资产比重	25.9%	18.9%		
长期股权投资	0.27	-		
占可投资产比重	9.54%			
<b>合计占可投资产比重</b>	<b>35.4%</b>	<b>18.9%</b>	<b>50.1%</b>	<b>70%</b>
重仓股流通市值	0.39	0.034		
占可投资产比重	13.4%	2.1%		
<b>长股投+重仓股占比</b>	<b>23.0%</b>	<b>2.1%</b>		
监管上限	权益类资产投资比例 (≤40%)	投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的比例 (≤30%)	每年调整一次, 2023 国内和国外 Equity 占比要求 50%±11%	2025 年战略要求 70%Equity+30%Fixed Income 组成的基准配置

数据来源：人社部、全国社保基金理事会、日本 GPIF、挪威 NBIM、开源证券研究所

**表16：我国企业年金权益类资产配置占比较海外模式仍有较大提升空间**

	企业年金中养老金产品	美国 401 (K)	英国 NEST
时间	2022	2022	2022
货币单位	万亿人民币	万亿美元	亿英镑
总资产规模	2.2	6.6	293.4
权益类资产	0.14	3.5	191
权益类资产占比	6.2%	53.3%	65.1%
监管限制	证券投资基金和股票的比例 (≤40%)	资产配置灵活	通常以跑赢通胀+3%为配置目标, 资产配置灵活

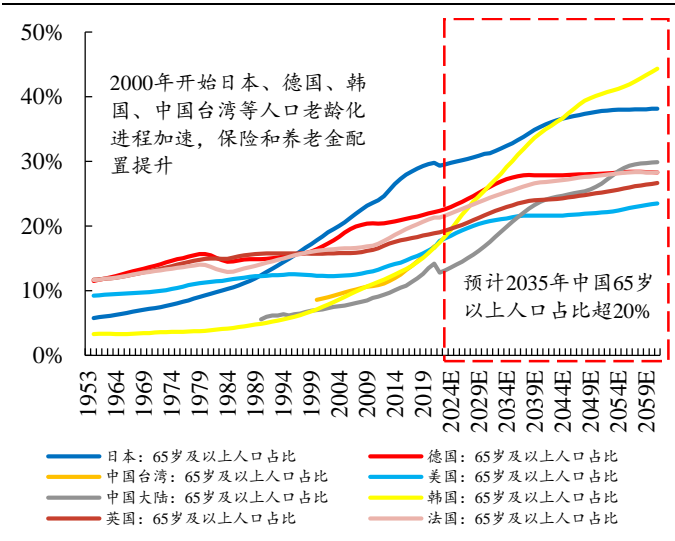
数据来源：人社部、美国 ICI、英国 NEST、开源证券研究所

## 4、养老金入市正当时，投资端改革促进投融资动态平衡

### 4.1、必然性：人口老龄化带来负债端压力，利率下行驱使投资端入市

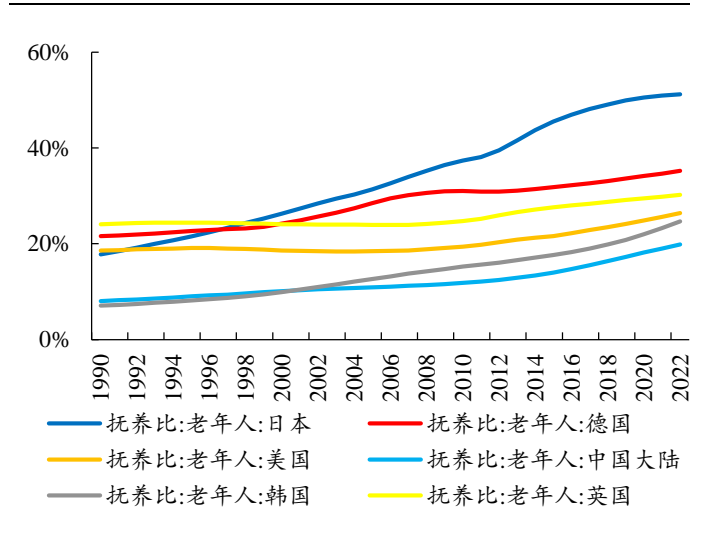
我国老龄化的复杂性和长端利率下行趋势推动养老资产入市提高投资收益。(1) 复杂性：目前我国人口老龄化呈现老年人口规模最大、老龄化速度快、老龄化区域和城乡发展差异大、“未富先老”等复杂特征。同时我国 20 世纪 60 年代婴儿潮将使 2025 年后我国老龄人口增速进一步提高，根据 OECD 和世界银行预测，2035 年我国 65 岁以上人口占比超 20%。2021 年 5 月，中国老龄协会发布《认知症老年人照护服务现状与发展报告》，预测到 2035 年我国老年抚养比将超过 50%，意味着每两个年轻人需要抚养一位老人。(2) 伴随长端利率持续下行，养老资金难以通过配置固定收益类资产实现稳定高回报，我们预计配置风险资产是未来养老资金获取高回报的重要方向。

图46：OECD 预测 2035 年我国老龄化趋势加速



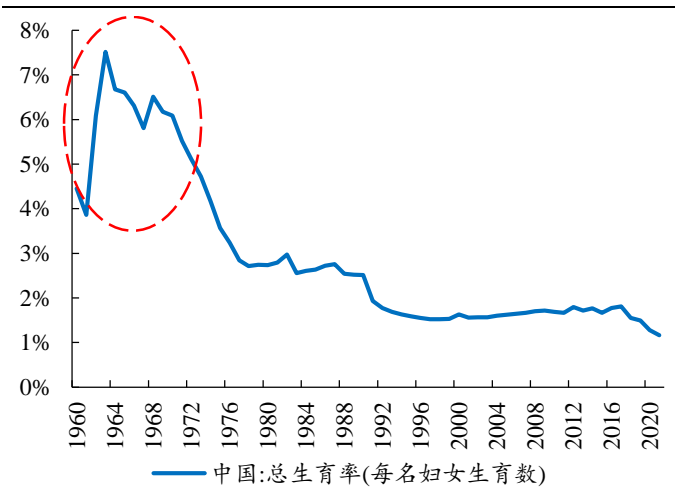
数据来源：Wind 援引 OECD、开源证券研究所

图47：我国老年抚养比逐步接近发达国家水平



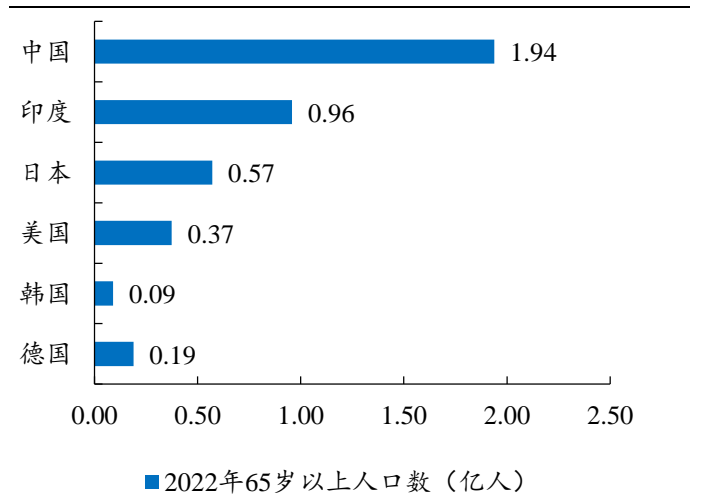
数据来源：Wind 援引 World Bank、开源证券研究所

图48：60 年代婴儿潮造成 2025-2035 年人口老龄化加速



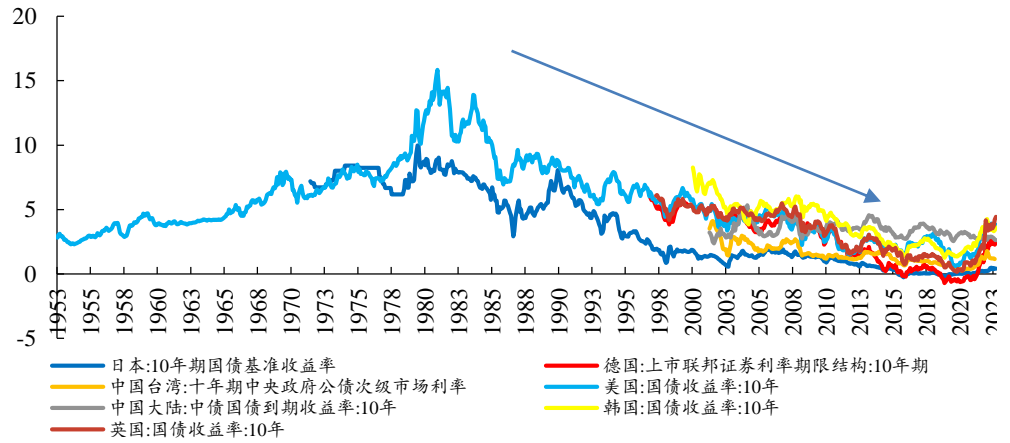
数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：当前中国老年人规模较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

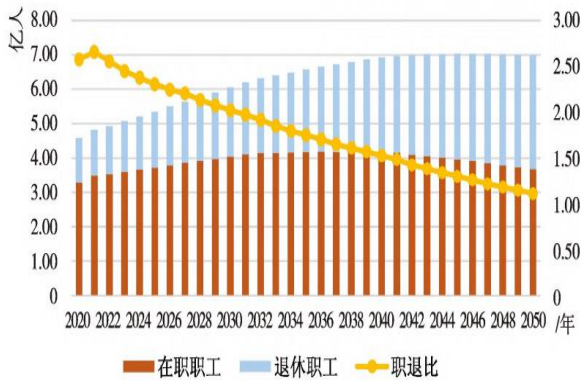
图50：全球长端利率持续下行，养老资产配置固收资产难以实现稳定高回报



数据来源：Wind、开源证券研究所

人口负增长和老龄化加速趋势下，我们预计基本养老保险职退比下降，养老金缺口将不断加大。根据华东师范大学公共管理学院路锦非教授基于基本养老保险精算模型假设测算，考虑人口负增长和老龄化背景下，城镇职工基本养老保险职退比将不断下降至2050年的1.11倍，在其他因素不变情况下预计2027年城镇基本养老保险基金收不抵支，2034年累计基金结余预计耗尽。

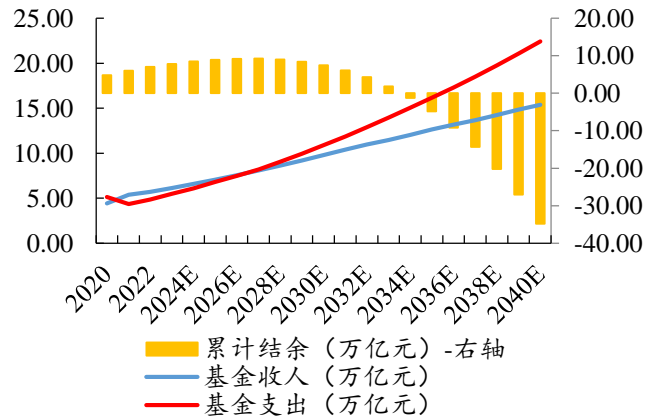
图51：根据人口增长趋势测算，我国基本养老保险职退比将从2021年2.65倍下降至2050年1.11倍



数据来源：《人口负增长与养老金制度高质量发展——基于宏观制度与微观待遇视角的分析》路锦非、李姝

注：职退比=在职职工/退休职工，即每名退休职工由多少位在职职工赡养

图52：根据精算模型假设，考虑人口负增长和老龄化加速，2027年基金收支赤字，2034年累计结余耗尽



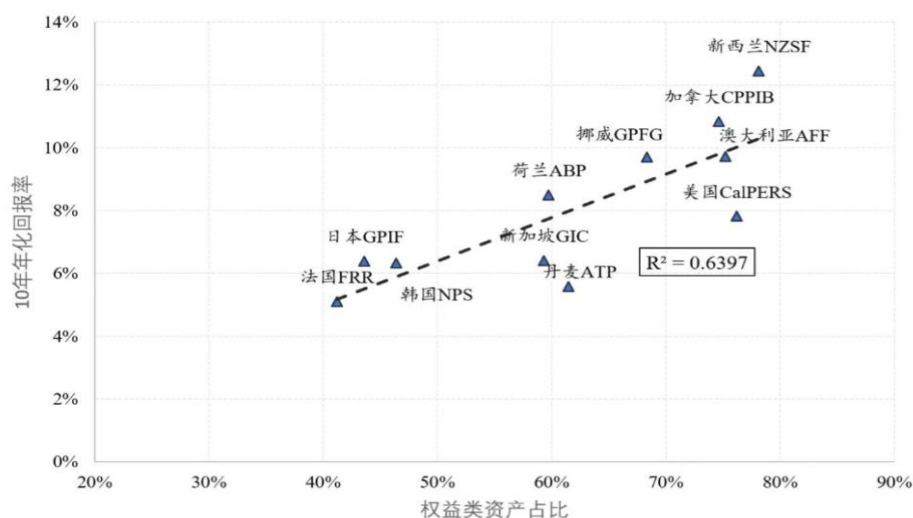
数据来源：《人口负增长与养老金制度高质量发展——基于宏观制度与微观待遇视角的分析》路锦非、李姝、开源证券研究所

注：该精算模型在前述在职职工和退休职工人数预测基础上，以2020年全国社平收入66728元为基数，假设法定缴费增长率5%、法定缴费率24%、基础养老金和个人账户养老金增长率GDP增长率为5%，基本养老保险增值率为2.5%，个人养老金增值率为5%。

## 4.2、可行性：全球养老金入市与资本市场发展形成良性循环

全球权益配置占比和养老资产长期投资收益率存在正相关关系。根据全国社保基金理事会研究分析,全球 11 家养老基金 2012-2021 年权益类资产占比和 10 年年化投资收益率具有正相关关系,  $R^2$  为 63.97% 下具有一定解释力度。从多样本长期经验看, 权益配置比例提升有利于提高养老资产长期投资收益率。

图53：11家全球养老基金权益资产占比与长期年化收益率存在正相关关系



资料来源：《海外养老基金管理机构投资收益研究分析》、全国社保基金理事会

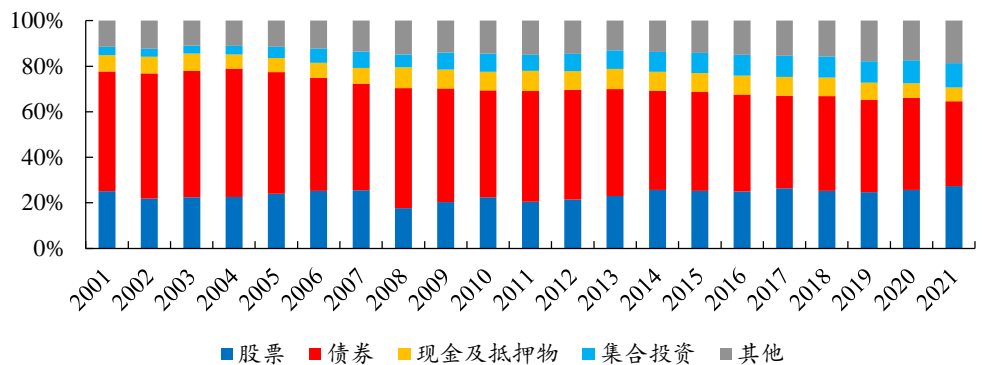
表17：11家全球公共养老基金权益配置占比较高，长期年化收益率较为可观

名称	英文缩写	资产规模(2021) (万亿人民币)	参考组合(2021)	统计财年 起始月份	类别	十年年化收 益率 (2012-2021)
日本政府年金投资基金	GPIF	11.55	25%国内债券+25%国外债券+25%国内股票+25%国外股票	3月底	国家公共养老基金.	6.39%
韩国国家退休基金	NPS	5.35	15%国内股票+35%国际股票+25%国内债券+10%国际债券+15%另类投资	12月底	国家公共养老基金.	6.33%
加拿大退休金计划	CPIB	2.77	基本 CPP: 85%全球股票+15%加拿大政府债券; 补充 CPP: 55%全球股票+45%加拿大政府债券	3月底	国家公共养老基金.	10.84%
挪威政府全球养老基金	GPF	9.25	70%股+30%债	12月底	国家公共养老基金.	9.71%
新西兰超级年金	NZSF	0.26	75%国际股票+5%国内股票+20%债券	6月底	国家公共养老基金.	12.45%
法国养老储备基金	FRR	0.2		12月底	国家公共养老基金.	5.10%
澳大利亚未来基金	AFF	0.97		6月底	国家主权财富基金、国家养老储备基金	9.72%
丹麦劳动力市场补充养老基金	ATP	0.97		12月底	国家公共养老基金	5.57%

名称	英文缩写	资产规模(2021) (万亿人民币)	参考组合(2021)	统计财年 起始月份	类别	十年年化收 益率 (2012-2021)
荷兰公共部门养老金	ABP	4.2	34%+股票+26%另类+40%债券	12月底	国家公共养老基金	8.50%
新加坡政府投资公司	GIC	0.62	65%股票+35%债券	3月底	国家公共养老基金	6.40%
美国加利福尼亚	CalPERS	2.84	50%股票+8%私募股权+28%债券+13%实物资产+1%融资&流动性	6月底	州公务员退休基金	7.81%

资料来源：《海外养老基金管理机构投资收益研究分析》、全国社保基金理事、会开源证券研究所

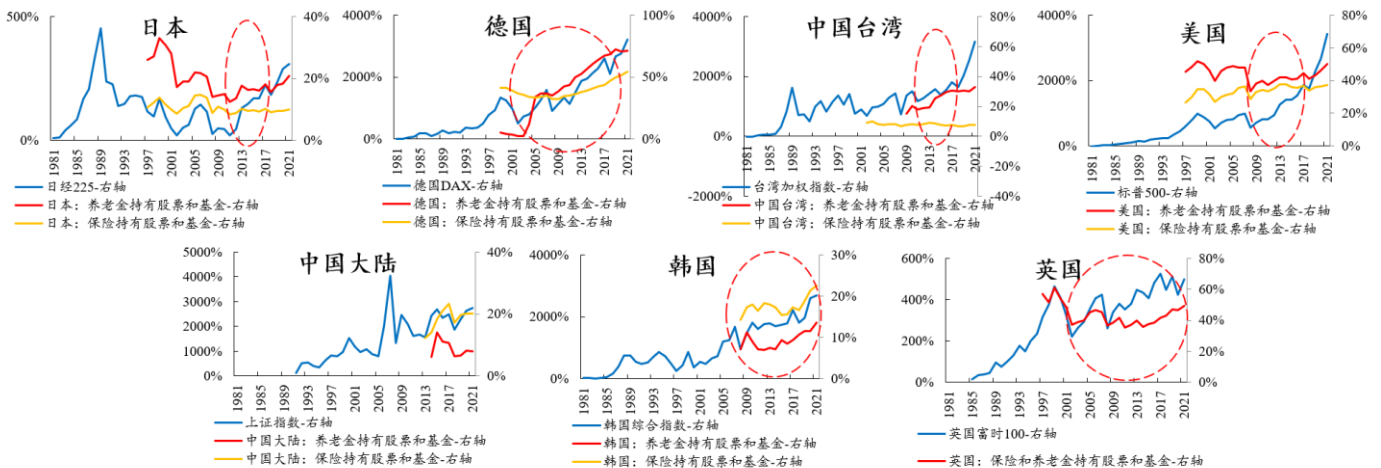
图54：OECD 私人养老金配置权益比例逐步提高，2021 年达到 27%



数据来源：OECD、开源证券研究所

养老金入市降低资本市场波动性，养老制度完善与资本市场长牛形成正向循环。我们测算 7 个样本保险和养老金配置权益资产比重的提高与当地资本市场长期上涨具有明显相关关系，其中养老金入市相关性较为突出。养老金二支柱政策完善激励养老金入市，长期资金入市与股市长牛形成正向循环。如德国 2005 年里斯特改革推动私人养老金入市、居民配置保险和基金产品，80 年代美国 401 (K) 和 IRA 账户建立推动居民配置基金，2000 年以来日本 NISA 和 IDeCo 账户税优政策配置基金。

图55：全球 7 个样本二支柱养老金提升权益占比和资产市场长期稳定上涨具有一致趋势



数据来源：各国和地区统计局、Wind、开源证券研究所



### 4.3、政策方向：关注投资端改革行动方案，投融资动态平衡为主基调

证监会加快制定资本市场投资端改革方案，养老金投资范围和入市环境有望优化。2023年8月18日中国证监会就“要活跃资本市场，提振投资者信心”政策部署明确提及引入增量长期资金相关政策。(1) **扩大投资范围**：社保基金、基本养老保险、企业年金扩大投资范围，如衍生金融资产、参与非公开发行；扩充个人养老金产品体系；(2) **优化入市环境**：制定机构投资者参与上市公司行为规则，优化投资交易监管。(3) **跨部委协同下**，完善险资会计处理、优化养老金考核制度，全面建立三年以上的长周期考核机制。

**表18：证监会正在制定资本市场投资端改革方案，为养老金入市营造有利环境**

关键词	政策方向
扩大投资范围	支持全国社保基金、基本养老保险基金、年金基金扩大资本市场投资范围
参与新股投资	研究完善战略投资者认定规则，支持全国社保基金等养老金参与上市公司非公开发行
买方约束机制	制定机构投资者参与上市公司治理行为规则，发挥专业买方约束作用
投资交易监管	优化投资交易监管，研究优化适用大额持股信息披露、短线交易、减持限制等法规要求，便利专业机构投资者运作管理
金融衍生投资工具	丰富场内外金融衍生投资工具，优化各类机构投资者对衍生品使用限制，提升风险管理效率
扩充第三支柱投资范围	丰富个人养老金产品体系，将指数基金等权益类产品纳入投资选择范围

资料来源：证监会、开源证券研究所

**表19：加强跨部委沟通协同，加大各类养老金引入力度，提高权益投资比例**

协同部委	关键词	政策方向
人社部	投资管理制度	推动完善全国社保基金、基本养老保险基金的投资管理制度，进一步促进年金基金市场化投资运作水平
财政部	险资会计处理	推动研究优化保险资金权益投资会计处理，推动保险资金长期股票投资试点落地，并逐步扩大试点范围与资金规模
人社部	扩充第三支柱	推动加快将个人养老金制度扩展至全国，扩大制度覆盖面
金融监督管理总局	银行理财权益占比	支持银行理财资金提升权益投资能力
	考核周期	积极推动各类养老金树立长期投资业绩导向，全面建立三年以上的长周期考核机制，提升投资行为稳定性

资料来源：证监会、开源证券研究所

**投融资动态平衡为主基调，关注投资端改革行动方案落地进展。**2024年1月证监会召开记者发布会，提及正在研究制定《资本市场投资端改革行动方案》，作为未来一段时期统筹解决资本市场中长期资金供给不足等问题的行动纲要。总体思路为：“以加大中长期资金引入力度为重点，以优化资本市场投资生态为基础，以建设一流投资机构为抓手，全面推进资本市场投资端改革，着力提高投资者长期回报，促进资本市场与实体经济、居民财富的良性循环。”同时，1月国常会也提及：“健全完善资本市场基础制度，应该更加注重投融资动态平衡，加大中长资金入市力度。”以融资功能为主转向构建投融资两端动态平衡的资本市场改革目标得到进一步明确。

**表20：2023年8月以来监管频繁提及鼓励中长期资金入市，促进投融资动态平衡**

时间	事件	关键词
2023年8月18日	中国证监会就活跃资本市场政策部署	扩大投资范围、优化入市环境、跨部委协同完善会计处理

时间	事件	关键词
2023年8月24日	中国证监会召开全国社保基金理事会和部分大型银行保险机构主要负责人座谈会	和考核机制 合力推动解决中长期资金入市的体制机制障碍，会同相关部门放宽保险资金、年金基金等股票投资比例限制，积极引导各类机构实施长周期考核，强化投资稳定性
2023年9月10日	国家金融监督管理总局关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知	差异化资本监管、优化资本计量标准和风险因子
2023年10月25日	财政部关于引导保险资金长期稳健投资，加强国有商业保险公司长周期考核的通知	调整国有商业保险公司净资产收益率考核方式为“3年周期指标+当年度指标”相结合的长周期考核方式，为保险资金中长期价值投资进一步打开空间
2023年12月6日	财政部发布《全国社会保障基金境内投资管理办法（征求意见稿）》	扩大投资范围&优化投资集中度&调整管理托管费率和信息披露制度
2024年1月12日	证监会召开新闻发布会	研究制定《 <b>资本市场投资端改革行动方案</b> 》，作为未来一段时期统筹解决资本市场中长期资金供给不足等问题的行动纲要
2024年1月22日	国务院常务会议提及中长期资金入市	要进一步健全完善资本市场基础制度， <b>更加注重投融资动态平衡</b> ，大力提升上市公司质量和投资价值，加大中长期资金入市力度，增强市场内在稳定性
2024年1月26日	证监会召开2024年系统工作会议	将“ <b>突出以投资者为本的理念</b> ”摆在监管工作的重要位置，提及“大力推进投资端改革，推动保险资金长期股票投资改革试点加快落地，完善投资机构长周期考核，健全有利于中长期资金入市的政策环境， <b>促进投融资动态平衡。</b> ”

资料来源：国务院、财政部、证监会、开源证券研究所

## 5、投资建议

**促进资本市场投融资动态平衡，养老金入市空间广阔。（1）我国养老金入市存在必然性与可行性。**人口老龄化加速带来负债端压力，长端利率下行带来风险资产需求。根据全国社保基金理事会研究发现，全球公共和私人养老基金权益配置比例与其长期投资收益率存在明显正相关关系。养老金入市有望降低资本市场波动，从而进一步吸引居民财富向权益市场迁移。长期资金入市需资本市场制度完善、委托考核机制优化，是一国资本市场形成良性循环的可控环节。**（2）政策方向：促进投融资动态平衡为主基调，关注资本市场投资端改革行动方案落地。**2023年8月证监会就“活跃资本市场”政策部署明确提及推进养老金入市的投资端改革政策和跨部委协同联动方向，9-12月优化保险公司偿付能力监管和考核机制、社保基金投资管理办法陆续出台，2024年1月证监会发言和国常会提及“促进投融资动态平衡”，“研究出台《资本市场投资端改革行动方案》”，中长期资金入市行动纲要有望落地，资本市场与实体经济、居民财富的良性循环逐步形成，看好证券和保险行业的长期成长空间。

## 6、风险提示

- 养老金政策落地不及预期
- 股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；
- 券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn