

基金研究报告

定期报告/年金养老金产品定期报告（2024 年三季度）

研究员：王伟康、詹超

【风险提示】 本文所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期。文中采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险，且数据统计处理方式可能存在误差。

规模持续增长 权益投资相对谨慎

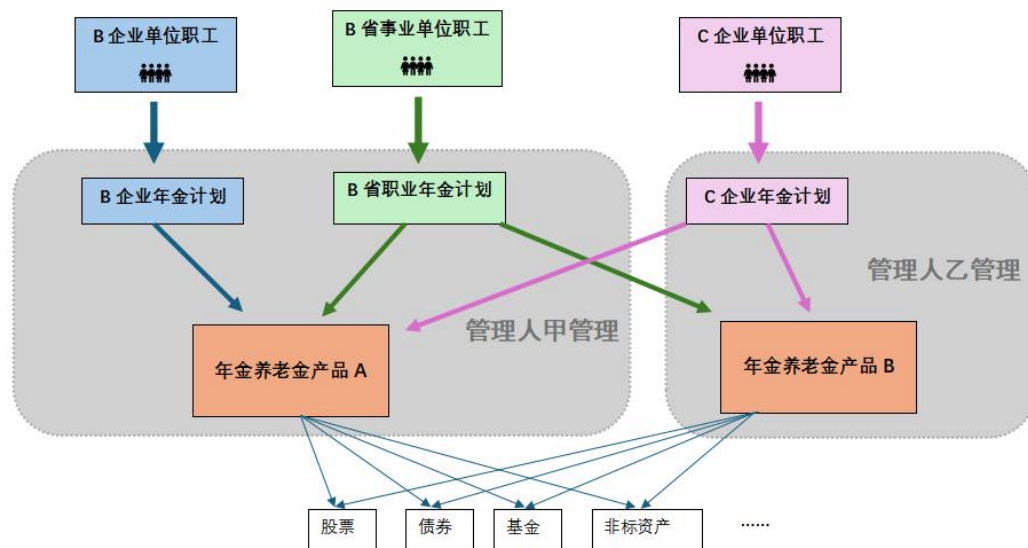
【内容摘要】

- 规模持续增长，“源头活水”不断注入。** 2021 年以来养老金产品规模不断扩大，截止到本报告期（2024 年三季度）末，养老金产品总规模已达到 23833.14 亿元，规模的增长应为年金基金规模上涨所致。
- 港股和固收类产品规模扩大，信托型和债权投资计划型产品规模持续缩小。** 本报告期港股股票型和固定收益-普通型养老金产品规模增长最快，环比分别增长 42.47%和 6.79%。主要投资于非标产品的固定收益-信托产品型和固定收益-债权投资计划型养老金产品规模持续缩小。
- 管理人间管理规模相差较大，同类管理人竞争激烈，规模变化或与业绩表现及资产配置策略相关。** 养老金产品管理规模最大的机构为泰康资产（3264.98 亿元），规模最小的机构为银华基金（131.36 亿元），虽然规模差距较大，但同类管理人之间仍然存在较为激烈的竞争。养老金产品管理人规模的变化或与其业绩表现及资产配置策略相关。
- 对比公募基金，养老金产品的权益投资相对保守。** 本报告期混合型及普通股票型养老金产品整体收益率水平略次于公募基金对照组，可能原因为权益市场回暖时，养老金产品对于权益投资更加谨慎和保守。
- 权益类养老金产品相对收益较差，固收类绝对收益较优。** 本报告期，普通股票型养老金产品超额收益较低，原因可能为部分养老金产品业绩与其业绩比较基准并不匹配。大多固定收益-普通型、混合型和专项计划型养老金产品以存款利率作为业绩比较基准，这几类产品多跑赢业绩比较基准。

一、概述

我国的养老保障体系是一个“三支柱”体系，第一支柱是基本养老保险，第二支柱是企业年金和职业年金，第三支柱是个人储蓄型养老保险和商业养老保险。企业/职业年金基金（简称年金基金，下同）作为第二支柱，始终是养老体系建设中不可或缺的一环。在年金基金的投资运作中，有一类投资标的——年金养老金产品（简称养老金产品，下同）。养老金产品由年金基金的投资管理人发行，面向年金基金定向销售，其运作过程中资金流向如图表 1 所示。由于养老金产品的管理人与年金基金管理人相同，本研究通过养老金产品的类型、规模、收益等方面数据，定期对养老金产品的情况进行回顾和分析。

图表 1：年金养老金产品资金流向示意图



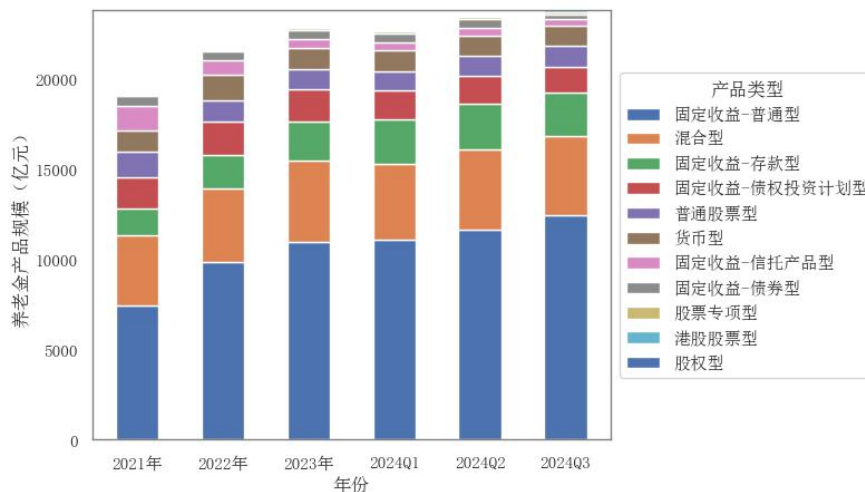
资料来源：中证报基金研究

二、规模情况：总规模持续增长

规模持续增长，“源头活水”不断注入。如图表 2 所示，自 2021 年以来，养老金产品的规模不断扩大，截止到本报告期（2024 年三季度，下同）末，养老金产品总规模已达到 23833.14 亿元，相比上期（2024 年二季度）的 23563.27 亿元增长 1.15%。从资金来源看，养老金的持有人为年金基金，在人社部的引导和鼓励下，越来越多的企业和职工加入了企业年金计划，

机关事业单位的养老制度也在不断完善，更多的资金不断涌入年金基金，养老金产品规模随之水涨船高，从历史数据看，2021 至 2023 年三年间养老金产品总规模占年金基金规模的比例一直大于 40%。

图表 2：2021 年-2024Q3 不同类型养老金产品规模（单位：亿元）



资料来源：人社部官网、中证报基金研究，数据范围：2021/12/31-2024/09/30

港股和固定收益-普通型产品规模扩大，信托型和债权投资计划型产品规模持续缩小。从各类型规模变化看，本报告期港股股票型和固定收益-普通型养老金产品规模增长最快，环比分别增长 42.47%和 6.79%。但主要投资于非标产品的固定收益-信托产品型和固定收益-债权投资计划型养老金产品规模持续缩小。港股股票型养老金产品规模的扩大可能与香港市场的火热行情有关，非标类养老金产品规模的缩小或与监管部门对其期限匹配等规范化要求有关。在所有类型中，固定收益-普通型养老金产品占比最高，该类型养老金产品规模从 2021 年的 7462.45 亿元增长到本报告期末的 12485.62 亿元，累计涨幅达到 67.31%，本报告期末其占比达到 52.39%。

固定收益-普通型养老金产品主要投资标的为标准化债权资产，小部分资金投资于信托产品和债权投资计划，其规模拔得头筹的原因有两个。从投资特点分析，年金基金本身可以投资股票、债券、基金等标的，而投资股票所需成本要远小于债券，即使是小规模年金基金也可以直接投资股票资产，而固收类资产投资起点较高，小规模年金基金可能更倾向于购买固收类养老金产品从而达到分散化投资的目的。从资金性质分析，年金基

金的资金来源是企业/机关事业单位和职工的月度缴费，而领取则需要待职工退休时开始，这意味着年金基金天然有长期投资的属性且至少需要具备跑赢通胀的能力，固定收益-普通型养老金产品与上述两类特点更为契合，因此规模有较大增长。

三、不同管理人情况：规模差距较大但竞争仍在，规模变化或与业绩及资产配置策略相关

根据 2024Q3 管理人在管的养老金产品规模，本研究将养老金产品管理人分为四类。具体如表 1 所示：

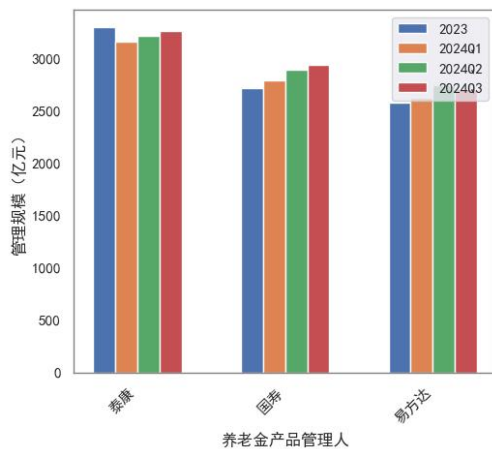
表 1：养老金产品管理人分类表

规模类别	分类标准（亿元）	包含的管理人
第一梯队	>2500	泰康资产、中国人寿、易方达
第二梯队	(1000, 2500]	工银瑞信基金、平安养老、人保、南方基金，中信证券、华泰资管
第三梯队	(400, 1000]	富国基金、长江养老、国泰基金、招商基金、华夏基金、中金公司、太平养老、嘉实基金
第四梯队	≤400	建信养老、博时基金、海富通基金、银华基金、新华养老

资料来源：人社部官网、中证报基金研究，数据范围：2024/06/30-2024/09/30

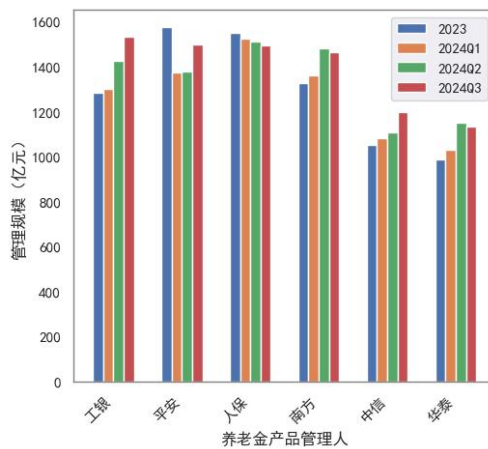
管理人规模相差较大，同类管理人竞争激烈。现在具有年金基金投资管理机构资格的 22 家机构，均发行了养老金产品以适应自身年金基金的投资需求，但不同机构管理的养老金产品规模差距甚远。截止到本报告期末，第一类管理人泰康资产、中国人寿和易方达基金规模分别为 3264.98 亿元、2944.39 亿元和 2711.95 亿元，而管理规模最小的养老金产品管理机构为银华基金，规模仅为 131.36 亿元。即使规模差距显著，养老金产品市场的竞争格局并非一成不变。以第二梯队管理人为例，2024 年二季度规模最大的两家机构为人保和南方基金，本报告期变为工银瑞信基金和平安养老，可见同类管理人之间存在较为激烈的竞争。

图表 3：第一梯队管理人管理规模变化



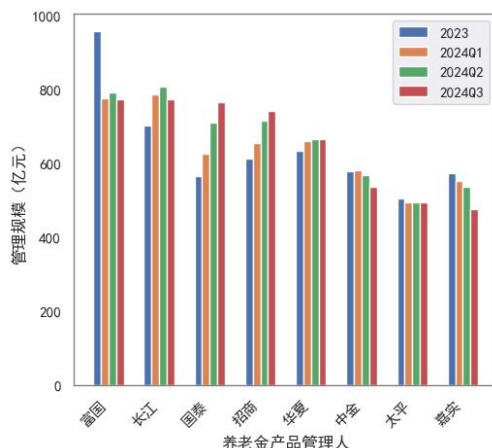
资料来源：人社部官网、中证报基金研究；
数据范围：2023/12/31-2024/09/30

图表 4：第二梯队管理人管理规模变化



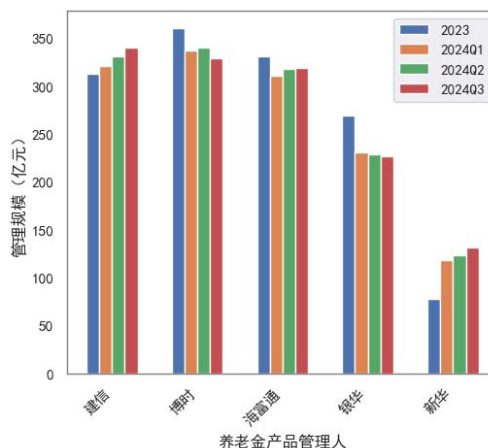
资料来源：人社部官网、中证报基金研究；
数据范围：2023/12/31-2024/09/30

图表 5：第三梯队管理人管理规模变化



资料来源：人社部官网、中证报基金研究；
数据范围：2023/12/31-2024/09/30

图表 6：第四梯队管理人管理规模变化



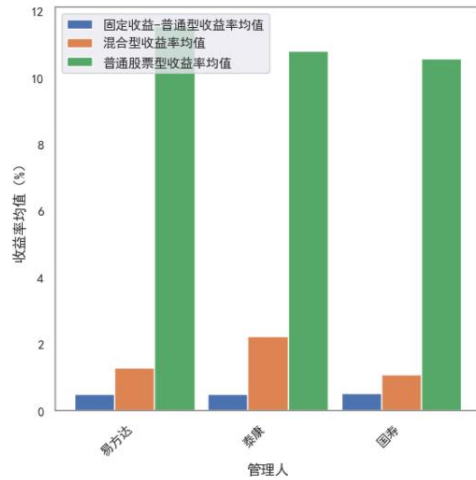
资料来源：人社部官网、中证报基金研究；
数据范围：2023/12/31-2024/09/30

规模增长与业绩表现相关。如图表 7 至图表 10 所示，养老金产品管理人规模的变化多与其养老金产品业绩表现相关。举例来说，本报告期平安养老和中信证券养老金产品规模较 2024 年二季度增长较多，它们的普通股票型、混合型和固定收益-普通型产品的加权收益率¹均表现不俗。如果对其

¹ 此处加权收益率的权重为养老金产品规模占相同类型相同管理人总规模的比例。

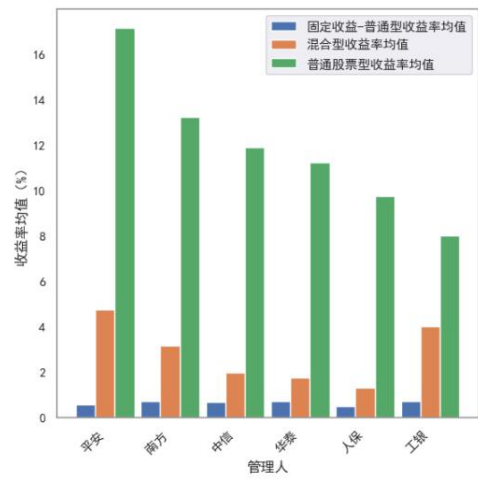
原因进行分析，养老金产品的主要持有人为相同管理机构管理的年金基金，养老金产品业绩较优同时会导致年金基金业绩较优，委托人或受托人可能会对业绩表现较优的年金基金进行增资，年金基金规模的增长进而带动养老金产品规模增长。

图表 7：第一梯队管理人加权收益率



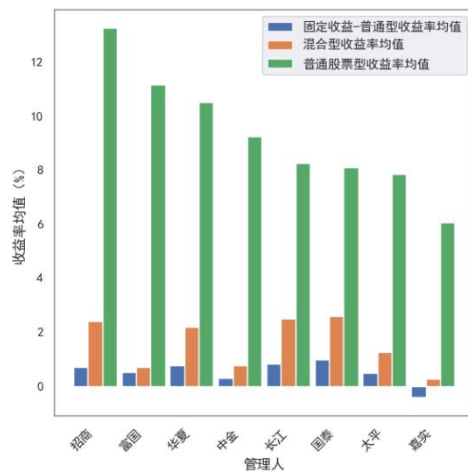
资料来源：iFinD、人社部官网、中证报基金研究；
数据范围：2024/06/30-2024/09/30

图表 8：第二梯队管理人加权收益率



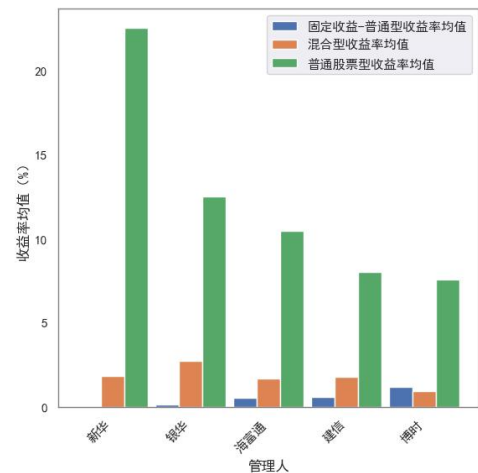
资料来源：iFinD、人社部官网、中证报基金研究；
数据范围：2024/06/30-2024/09/30

图表 9：第三梯队管理人加权收益率



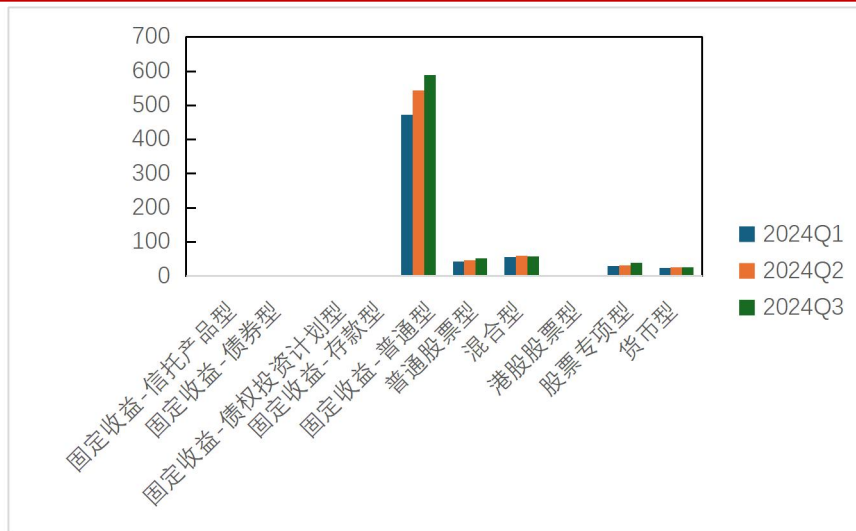
资料来源：iFinD、人社部官网、中证报基金研究；
数据范围：2024/06/30-2024/09/30

图表 10：第四梯队管理人加权收益率



资料来源：iFinD、人社部官网、中证报基金研究；
数据范围：2024/06/30-2024/09/30

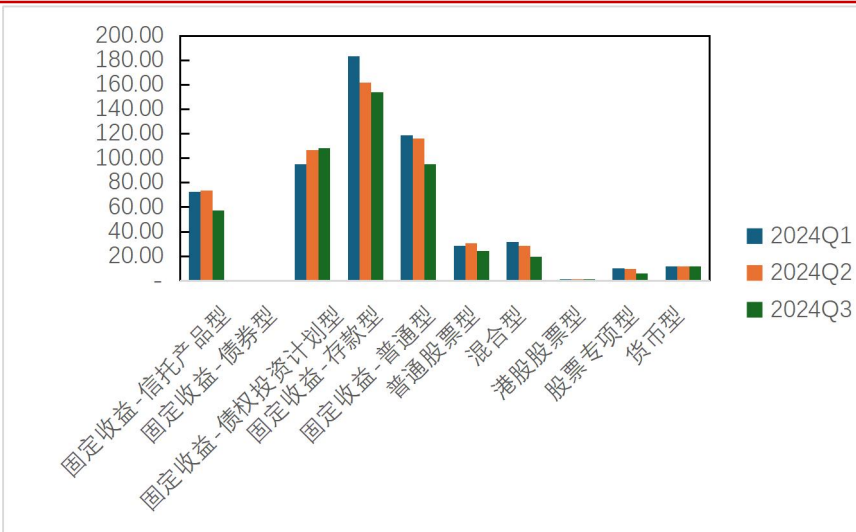
图表 11：国泰基金养老金产品规模（单位：亿元）



资料来源：人社部官网、中证报基金研究，数据范围：2024/03/31-2024/09/30

管理人的资产配置策略会影响管理规模。本报告期内，第三梯队管理人中规模增长最多的为国泰基金，与2024年二季度相比涨幅7.69%，规模下降幅度最大的为嘉实基金，环比跌幅为11.43%。这两家机构采取了截然相反的策略。如图表11所示，国泰基金的固定收益-普通型养老金产品占比较高，本报告期末占比高达76.84%，混合型、普通股票型和股票专项型养老金产品的占比均较低。由于固定收益-普通型养老金产品业绩表现较优，该类型养老金规模的持续扩大带动国泰基金管理的养老金产品总规模不断提升，深耕自身优势的策略得到正反馈。

图表 12：嘉实基金养老金产品规模（单位：亿元）



资料来源：人社部官网、中证报基金研究，数据范围：2024/03/31-2024/09/30

与此相反的是嘉实基金，嘉实基金的养老金产品较为均匀的分布在不同类型中，本报告期规模占比最高的养老金产品为固定收益-存款型（32.27%），其次为固定收益-债权投资计划型（22.74%），固定收益-普通型、混合型和普通股票型养老金产品规模占比分别为20.01%、5.09%和4.12%。综合来看，嘉实基金规模的下降或许有两方面原因。从投资业绩看，本报告期嘉实基金的固定收益-普通型养老金产品表现欠佳，该类型4只养老金产品加权收益率为-0.41%，嘉实基金也是唯一一家固定收益-普通型养老金产品加权收益率为负的机构。从资产配置偏好看，在当期利率持续下行的环境下，规模占比最大的固定收益-存款型产品实现差异化竞争的难度可能较大，因此该类型养老金产品同样经历了规模的大幅下降。

四、与公募基金对比：权益投资相对谨慎

2020年底，人社部印发《关于调整年金基金投资范围的通知》，文中提到，年金基金的投资管理需要充分考虑安全性和收益性等方面因素。本研究用相似的标准对养老金产品的投资管理情况进行分析，以波动率²作为安全性的代表指标，收益率³作为收益性的代表指标，针对养老金产品中规模较大、代表性较强的三种类型（固定收益-普通型、混合型、普通股票型）展开研究。为了比较各类型养老金产品的管理结果，我们针对各类养老金的投资范围、投资比例及业绩比较基准等要素，为各类养老金产品选取一个公募基金对照组。

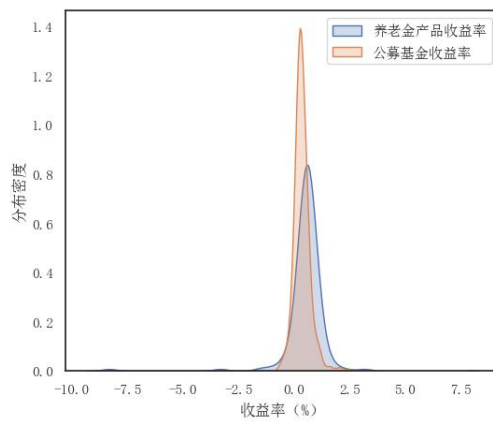
固定收益-普通型养老金产品整体表现优于公募基金对照组，或为更加积极投资策略所致。由于固定收益-普通型养老金产品的投资范围主要为债券类资产，不能投资股票、股票基金或混合基金，因此其投资与纯债型公募基金较为类似，结合养老资产的“长钱”特征，本研究选取Wind二级分类为中长期纯债型，且业绩比较基准不包括权益类指数的公募基金作为对照组。本报告期内，固定收益-普通型养老金产品的收益率和波动率均略高

² 波动率使用的是计算区间内日收益率的标准差，因公开数据有限，此处仅将原始数据可靠的养老金产品纳入计算。

³ 对于无法获取数据的养老金产品，直接使用人社部定期公布的《养老金产品业务数据摘要》中本期收益率。

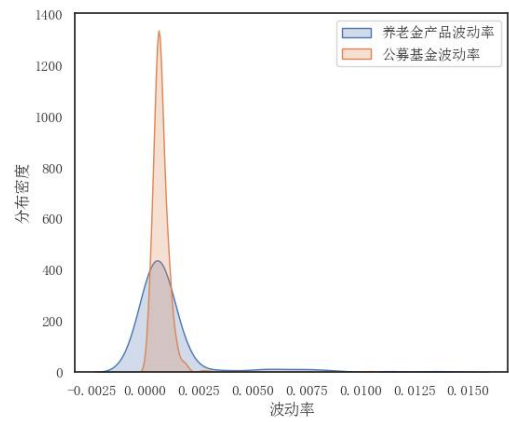
于中长期纯债型公募基金。固定收益-普通型养老金产品收益率的上四分位数（0.74%）、中位数（0.58%）、下四分位数（0.44%）均大于公募基金对照组，其整体表现更优。且该类型养老金产品的夏普比率⁴均值为 5.20，公募基金对照组的夏普比率均值为-0.97，养老金产品风险调整后收益整体优于公募基金。但是养老金产品收益率最小值为-8.32%，远低于公募基金对照组的最小值（-0.68%）。

图表 13 固定收益-普通型养老金产品与对比公募基金 2024Q3 收益率分布图



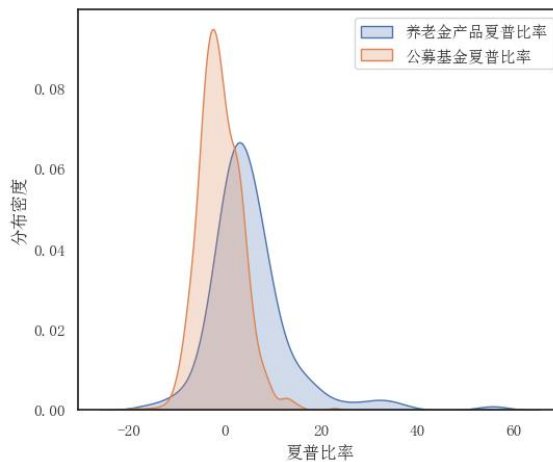
资料来源：iFinD、聚源数据库、中证报基金研究
数据范围：2024/06/30-2024/09/30

图表 14 固定收益-普通型养老金产品与对比公募基金 2024Q3 波动率分布图



资料来源：iFinD、聚源数据库、中证报基金研究
数据范围：2024/06/30-2024/09/30

图表 15：固定收益-普通型养老金产品与对比公募基金 2024Q3 夏普比率分布图



资料来源：iFinD、聚源数据库、中证报基金研究，数据范围：2024/06/30-2024/09/30

⁴ 此处无风险利率使用的是一年期定期存款利率，下同。

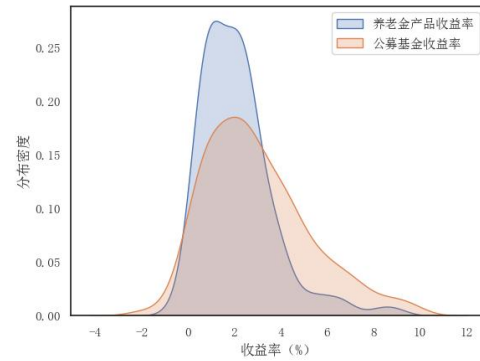
表 2：固定收益-普通型养老金产品及对比公募基金收益率、波动率和夏普比率概览

固定收益-普通型	最大值	上四分位数	中位数	下四分位数	最小值	平均数	大于0的概率
养老金收益率(%)	3.18	0.74	0.58	0.44	-8.32	0.49	92.59%
对比公募基金收益率(%)	7.97	0.50	0.30	0.15	-0.68	0.35	88.99%
养老金波动率	0.0136	0.0008	0.0006	0.0004	0.0000	0.0011	-
对比公募基金波动率	0.0104	0.0009	0.0007	0.0005	0.0001	0.0007	-
养老金夏普比率	55.66	7.73	3.60	0.99	-15.98	5.20	-
对比公募基金夏普比率	22.80	1.95	-1.45	-3.98	-19.04	-0.97	-

资料来源：iFinD、聚源数据库、中证报基金研究，数据范围：2024/06/30-2024/09/30

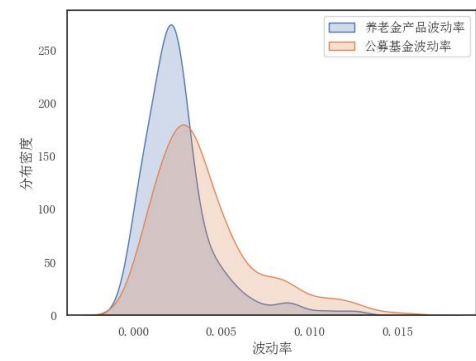
本报告期内，中长期纯债型公募基金增持利率债减仓信用债，养老金产品管理人可能采取了更为积极的投资策略，例如提高信用债比例等方式增厚收益。但是，可能有部分管理人并没有采用“长钱长投”的管理策略，选取了更激进的投资方式，造成固定收益型-普通型养老金产品收益率最小值远小于公募基金对照组。

图表 16 混合型养老金产品与对比公募基金 2024Q3 收益率分布图



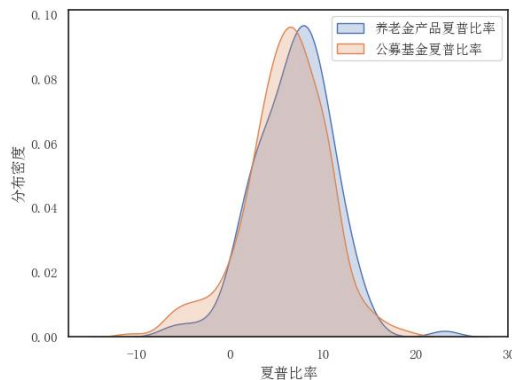
资料来源：iFinD、聚源数据库、中证报基金研究
数据范围：2024/06/30-2024/09/30

图表 17 混合型养老金产品与对比公募基金 2024Q3 波动率分布图



资料来源：iFinD、聚源数据库、中证报基金研究
数据范围：2024/06/30-2024/09/30

图表 18：混合型养老金产品与对比公募基金 2024Q3 夏普比率分布图



资料来源：iFinD、聚源数据库、中证报基金研究，数据范围：2024/06/30-2024/09/30

混合型养老金产品表现略次于公募基金对照组，可能原因为养老金产品对于权益投资更加谨慎。混合型养老金投资权益类资产的比例上限为40%，本研究选取wind二级分类为偏债混合型的公募基金作为其对照组。如图表16和图表17所示，公募基金对照组的收益率和波动率分布较混合型养老金产品偏右。混合型养老金产品本报告期收益率中位数和平均数为1.91%和2.12%，偏债混合型公募基金中位数和平均数为2.54%和2.96%，养老金产品表现收益率略次于公募基金对照组，但养老金产品的波动率同样较小，因此养老金产品的夏普比率中位数和平均数分别为7.18和6.91，大于公募基金对照组夏普比率的中位数和平均数。

表 3：混合型养老金产品及对比公募基金收益率、波动率和夏普比率概览

混合型	最大值	上四分位数	中位数	下四分位数	最小值	平均数	大于0的概率
养老金收益率(%)	8.94	2.70	1.91	0.94	-0.51	2.12	99.28%
对比公募基金收益率(%)	9.84	4.22	2.54	1.21	-2.02	2.96	96.97%
养老金波动率	0.0125	0.0029	0.0022	0.0015	0.0002	0.0026	-
对比公募基金波动率	0.0156	0.0050	0.0033	0.0021	0.0002	0.0041	-
养老金夏普比率	23.15	9.65	7.18	4.24	-6.52	6.91	-
对比公募基金夏普比率	19.13	9.03	6.47	3.53	-10.72	6.05	-

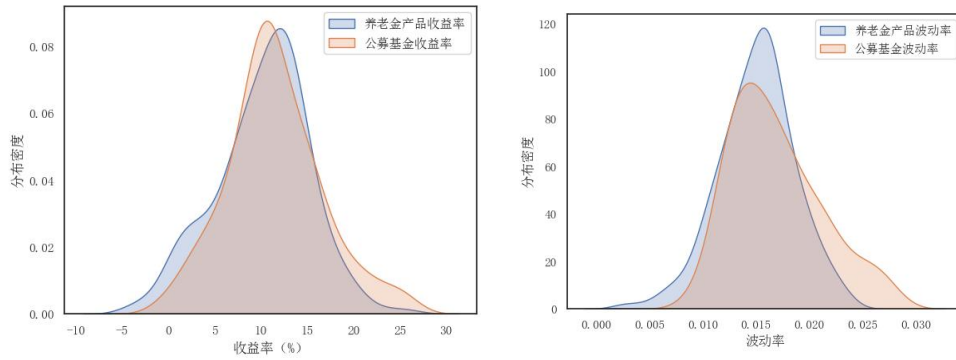
资料来源：iFinD、聚源数据库、中证报基金研究，数据范围：2024/06/30-2024/09/30

本报告期内，偏债混合型基金降低债券持仓比例，提高股票持仓比例，混合型养老金产品对于权益类资产的投资可能更加谨慎，大部分管理人可能并没有提高股票持仓比例，部分产品没有享受到报告期末股票市场快速修复阶段的红利，导致混合型养老金的收益率较低。这一结果也与养老金产品持有人的风险偏好有直接关系，年金基金作为养老金产品持有人，在投资时对安全性的考量大于收益性，因此养老金产品风险调整后的收益大于公募基金对照组。

普通股票型养老金产品收益率与公募基金对照组相仿，但未超过对照组。本研究选取wind二级分类为股票型的公募基金作为普通股票型养老金产品的对照组，二者收益率分布较为类似。如表4所示，本报告期内普通股票型养老金产品的最大值、上四分位数、中位数和下四分位数与公募基金对照组的数值相差较小，但都略低于公募基金对照组。该类型养老金产品的夏普比率均值为6.20，公募基金对照组的夏普比率均值为6.69，养老

金产品整体风险调整后收益同样略低。

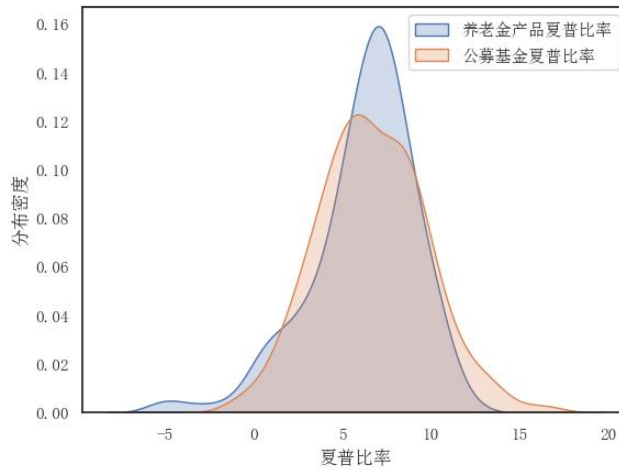
图表 19 普通股票型养老金产品与对比公募基金 2024Q3 收益率分布图 图表 20 普通股票型养老金产品与对比公募基金 2024Q3 波动率分布图



资料来源：iFinD、聚源数据库、中证报基金研究
数据范围：2024/06/30-2024/09/30

资料来源：iFinD、聚源数据库、中证报基金研究
数据范围：2024/06/30-2024/09/30

图表 21：普通股票型养老金产品与对比公募基金 2024Q3 夏普比率分布图



资料来源：iFinD、聚源数据库、中证报基金研究，数据范围：2024/06/30-2024/09/30

该结果表明，在权益投资方面，本报告期养老金产品管理人相对保守，持仓可能更多选择的是波动较低的股票，因此在权益市场回暖时，较股票型公募基金“进攻性”更弱。

表 4：普通股票型养老金产品及对比公募基金收益率、波动率和夏普比率概览

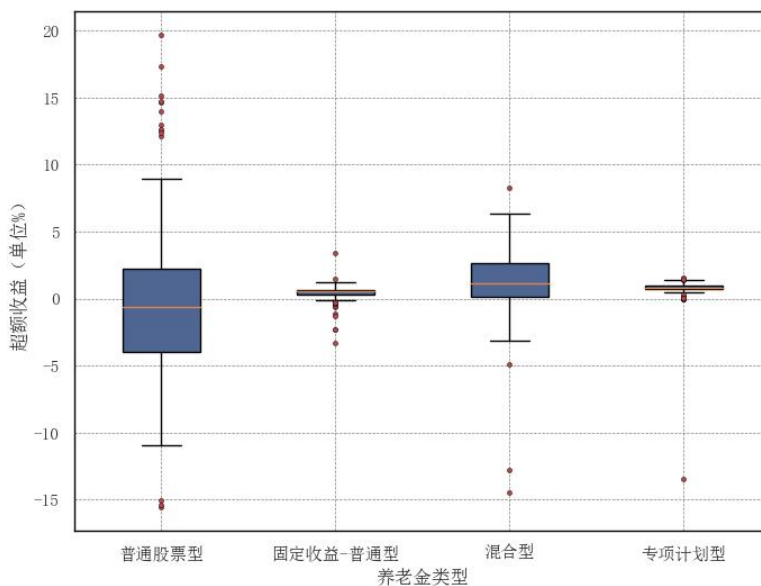
普通股票型	最大值	上四分位数	中位数	下四分位数	最小值	平均数	小于0的概率
养老金收益率(%)	25.46	13.25	10.84	7.35	-3.76	10.21	97.67%
对比公募基金收益率(%)	25.53	14.53	11.03	8.61	-0.19	11.51	99.24%
养老金波动率	0.0235	0.0170	0.0154	0.0128	0.0028	0.0150	-
对比公募基金波动率	0.0279	0.0196	0.0160	0.0136	0.0089	0.0169	-
养老金夏普比率	12.10	7.97	6.85	4.96	-5.01	6.20	-
对比公募基金夏普比率	16.28	8.62	6.50	4.56	-0.60	6.69	-

资料来源：iFinD、聚源数据库、中证报基金研究，数据范围：2024/06/30-2024/09/30

五、超额收益情况：部分产品业绩与其比较基准并不匹配

养老金产品的超额收益指的是其收益率与业绩比较基准⁵收益率的差额，我们用养老金产品的超额收益衡量其相对收益表现。由于部分类型的养老金产品数量少规模小不具有代表性，本研究选择固定收益-普通型、混合型、普通股票型和专项计划性（包括固定收益-存款型，固定收益-信托产品型，固定收益-债权投资计划型）这几类养老金产品的超额收益情况进行对比分析。

图表 22：各类型养老金产品超额收益⁶



资料来源：iFind、聚源数据库、人社部官网、中证报基金研究；数据范围：2024/06/30-2024/09/30

普通股票型养老金产品超额收益较低，业绩与其比较基准并不匹配。本报告期，仅有 45%左右的养老金产品收益率超过业绩比较基准，约 55%的普通股票型养老金产品超额收益为负，普通股票型养老金产品相对收益表现不佳。如果细究原因，超额收益为负的养老金产品多选择沪深 300 或中证 500 等股票类指数作为业绩比较基准，超额收益为正的养老金产品多选择存款利率或股票指数与债券指数的组合作为业绩比较基准。从结果看，

⁵ 此处仅计算了能够查询到业绩比较基准的养老金产品的超额收益。

⁶ 箱型图的箱体中间横线代表中位数，箱体上下两端代表上四分位数和下四分位数，上下两个须代表 1.5 倍四分位距（上四分位与下四分位的差额）计算的最大最小值，超出须的数据点代表异常值。

部分普通股票型养老金产品的业绩和其比较基准并不匹配，养老金产品是年金基金的配置工具，但年金基金很难通过业绩比较基准了解其目标收益，进而做出投资判断。

固定收益-普通型、混合型和专项计划型养老金产品超额收益的表现较优。本报告期，固定收益-普通型、混合型和专项计划型养老金产品超额收益大多为正，这些养老金产品多以存款利率作为业绩比较基准，大部分养老金产品绝对收益表现较优。

六、总结

2021年以来，养老金产品规模不断扩大，截止到本报告期末，养老金产品总规模已达到23833.14亿元。根据产品类型分析，本报告期港股股票型和固定收益-普通型养老金产品增长最快，主要投资于非标产品的固定收益-信托产品型和固定收益-债权投资计划型养老金产品规模持续缩小。从养老金产品管理人维度分析，本报告期不同管理人业绩表现参差不齐，规模的变化与业绩结果相关，同时也与管理人资产配置策略相关。与公募基金对比，养老金产品的权益投资更加保守，本报告期市场回暖时，混合型养老金产品可能没有相应提高权益比例，普通股票型养老金产品的整体收益率情况略次于公募基金对照组。从超额收益的结果看，权益类养老金产品相对收益欠佳，固收类养老金产品绝对收益较优，部分养老金产品业绩与其比较基准并不匹配。

【免责声明】

本报告原始数据来源于市场公开信息，此报告仅做数据统计，不涉及指标排名，不做投资参考之用，本公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告所载的信息或做出的任何建议、意见及推测并不构成任何投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人做出任何形式的保证。投资者应自行决策，自担投资风险。本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据，任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

附 1：本报告管理人全称简称对照表

管理人全称	管理人简称
泰康资产管理有限责任公司	泰康
平安养老保险股份有限公司	平安
中国人寿养老保险股份有限公司	国寿
工银瑞信基金管理有限公司	工银
易方达基金管理有限公司	易方达
太平养老保险股份有限公司	太平
华夏基金管理有限公司	华夏
南方基金管理股份有限公司	南方
中信证券股份有限公司	中信
长江养老保险股份有限公司	长江
中国国际金融股份有限公司	中金
富国基金管理有限公司	富国
中国人民养老保险有限责任公司	人保
海富通基金管理有限公司	海富通
博时基金管理有限公司	博时
嘉实基金管理有限公司	嘉实

招商基金管理有限公司	招商
华泰资产管理有限公司	华泰
国泰基金管理有限公司	国泰
建信养老金管理有限责任公司	建信
银华基金管理股份有限公司	银华
新华养老保险股份有限公司	新华

附 2：养老金产品分类（人社部分类）

资产类型	养老金产品类型
权益类资产	普通股票型
	股权型
	股票专项型
	港股股票型
	其他型
固定收益类资产	混合型
	固定收益型-普通型
	固定收益型-存款型
	固定收益型-债券型
	固定收益型-债券基金型
	固定收益型-信托产品型
	固定收益型-债权投资计划型
	固定收益型-其他型
流动性资产	货币型
其他投资资产	其他型