仅供内部参考，请勿外传

行业评级	推荐（维持）
报告日期	2026 年 07 月 02 日

相关研究

【兴证非银】非银周报（260622-260626）：交投活跃度提升驱动券商中报业绩预期高增-2026.06.28

【兴证非银】公募基金国际比较系列七：长期牛市和机构化共同重塑资配行为——美国篇-2026.06.24

【兴证非银】非银周报（260615-260618）：坚定推行"报行合一"，保险业加速迈入高质量发展新阶段-2026.06.21

分析师：徐一洲
S0190521060001
xuyizhou@xyzq.com.cn

分析师：陈绍兴
S0190517070003
chenshaox@xyzq.com.cn

分析师：赖嘉州
S0190526030003
laijiazhou@xyzq.com.cn

海外养老金资讯跟踪半月刊（260616-260630）：芬兰总统签署养老金改革法案，分阶段放宽投资限制

投资要点：

养老金管理：

- 美国 | CalPERS 采纳基于 TPA 的激励指标并提高业绩门槛
- 欧洲 | EIOPA 年度报告发布养老金监管新布局
- 德国 | 养老金改革有望十年吸纳 4000 亿欧元
- 荷兰 | 参议院通过养老金一次性领取法案
- 芬兰 | 总统签署养老金改革法案
- 韩国 | 养老金储蓄余额近 200 万亿韩元

养老金投资：

- 美国 | CalPERS 私募股权组合规模扩大至 1190 亿美元
- 美国 | PennPSERS 将其被动股票组合委托给 BNY Investments
- 英国 | 英国最大养老金池计划削减美国敞口
- 英国 | 养老金监管局明确养老金领域 AI 应用立场
- 法国 | 养老储备基金委任 5 亿欧元私募股权投资管理
- 瑞典 | FTN 公布 2027 年基金采购计划

- 风险提示：宏观经济波动风险；资本市场波动风险；地缘政治变动风险；政策落地不达预期。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、 养老金管理.....3
二、 养老金投资.....5
三、 风险提示.....7

仅供内部参考，请勿外传

一、养老金管理

1、美国 | CalPERS 采纳基于 TPA 的激励指标并提高业绩门槛

美国加州公共雇员退休系统（CalPERS）批准针对高管和投资管理人员的新激励薪酬指标，所有指标将于 7 月 1 日与总组合投资法（TPA）同步生效。核心内容包括在五年内将参考投资组合逐步纳入激励计算，2026-27 财年占比为 20.0%，到 2030-31 财年升至 100.0%，同时将超额收益门槛从原先的 10 个基点、20 个基点分别提高至 40 个基点、80 个基点，投资顾问威尔希尔（Wilshire）指出超越参考投资组合 40 个基点将使业绩接近基金 6.8%的贴现率。

2、欧洲 | EIOPA 年度报告发布养老金监管新布局

2025 年，欧洲保险与职业养老金管理局（EIOPA）聚焦支持欧盟储蓄与投资联盟（SIU）目标，推进养老金议程以弥合欧盟养老金缺口。该机构于 2025 年 9 月就《职业退休服务机构指令》（IORP II Directive）和《泛欧个人养老金产品条例》（PEPP Regulation）审查提交技术意见，建议强调物有所值、自动加入机制及额外养老金储蓄的必要性，同时优化监管简化与减负方法，倡导更协调统一的规则及更有效的欧盟层面监督。

EIOPA 发布新战略，三大支柱分别为强化单一市场运作、增强市场与社会韧性、使监管更简捷高效。在数字化转型方面，该机构推动《数字运营韧性法案》（DORA）落地，联合其他欧洲监管机构（ESAs）指定 19 家关键第三方服务提供商（CTPPs）并启动监督活动，同时借助监管科技（SupTech）扩展数据分析与共享服务。在风险管理方面，EIOPA 于 2025 年启动第五轮职业养老金基金压力测试，考察行业对收益率曲线快速变动的敏感性及流动性风险；结果显示欧洲职业养老金行业拥有充足的流动性缓冲以吸收潜在资金缺口。

3、德国 | 养老金改革有望十年吸纳 4000 亿欧元

德国养老金委员会向政府提交 33 项改革建议，IPE 分析显示如全面落实，未来十年德国养老金体系各支柱有望获得超过 4000 亿欧元资金流入；核心提案包括参照瑞典“premium pension”模式引入强制性缴费型养老金并建立个人账户，在现有 18.6%缴费率基础上增加 2 个百分点（雇主雇员各半），每年递增 0.5 个百分点，理想启动时间为 2028 年。

基于约 4600 万德国雇员，IPE 估计三年内资金流入可达 1670 亿欧元，十年内达 4160 亿欧元；莱布尼茨欧洲经济研究中心研究显示个人储蓄者五年内人均多获得 3635 欧元，45 年内累计多获 5.54 万欧元，实际平均中位数回报率将从 1 至 5 年

仅供内部参考，请勿外传

的约4%上升至35年后的约4.6%。委员会还建议将职业养老金扩大至全民覆盖，目前仅半数社保缴费雇员拥有职业养老金。

德国职业养老金协会呼吁启动社会伙伴对话以扩大覆盖面，德国工会联合会主席亚斯明·法希米（Yasmin Fahimi）支持基于集体谈判协议的强制性企业养老金，富达国际工作场所投资主管克里斯托弗·奎林（Christof Quiring）则主张通过第一支柱资本化和第二支柱自动加入提升参与率，三方立场虽有侧重但均支持加快推进资本融资型养老金改革。

4、荷兰 | 参议院通过养老金一次性领取法案

荷兰参议院批准法案，允许养老金储蓄者在退休时一次性提取部分养老金，该措施将于2029年1月1日生效，是荷兰养老金协议及养老金体系全面改革的组成部分，目前改革正依据《未来养老金法》（Wtp）推进实施。荷兰养老金联合会主席格尔德·亚尔斯马（Ger Jaarsma）对法案通过及推迟实施表示支持，认为这将为稳妥落地、清晰沟通和恰当指引留出足够时间。

亚尔斯马同时强调，选择一次性领取可能带来重大且不可逆的财务后果，尤其影响有收入挂钩福利和津贴的人群，因此参保人在决策时需要大量支持；但他指出养老金管理机构无法全面掌握个人的整体财务状况，能提供的指引存在天然局限，各方需正视这一现实。

荷兰养老金联合会此前已表示参保人在决定是否一次性领取时需要广泛协助，因为该选择可能对长期退休收入产生深远影响；该机构还对政府在更广泛改革框架下考虑一次性领取与税收及社会福利之间的相互影响表示欢迎，并支持在实施后两年对该法案进行评估。

5、芬兰 | 总统签署养老金改革法案

芬兰总统亚历山大·斯图布6月16日签署养老金改革法案，旨在增强本国与收入挂钩养老金体系的长期可持续性。该改革首批措施将于2026年7月1日生效，其内容源于劳动市场组织2025年1月达成的协议，并于今年年初获议会通过。

改革第一阶段从2026年7月1日起更新私营部门就业养老金保险公司的偿付能力框架，偿付能力下限下调约三分之一，允许养老金机构承担更大投资风险和采用风险更高的投资组合。同时，放宽房地产投资融资限制，此前仅租赁住房建设可直接融资，新规则下就业养老金保险公司子公司进行的所有房地产投资均可使用借款。

仅供内部参考，请勿外传

第二阶段改革将于2027年1月1日生效，私营部门就业养老金筹资方式将调整，每年累积养老金预留比例从0.4个百分点上调至0.5个百分点，老龄养老金年度筹资额增加至工资的0.9%。芬兰养老金联盟（Tela）表示这将对长期财务平衡产生重大影响。技术准备金回报要求中与股票挂钩部分将从2027年1月起升至25%，7月起升至30%，使就业养老金保险公司能够提高股票配置、追求更高长期回报，分阶段实施确保风险逐步引入。该项改革还将从2030年起引入指数上限，在消费价格涨幅超过工资增速时限制养老金待遇的上调幅度。

6、韩国 | 养老金储蓄余额近200万亿韩元

韩国金融委员会和金融监督院发布的《2025年韩国养老金储蓄投资白皮书》显示，2025年养老金储蓄累计余额从上年的178.9万亿韩元增长10.8%至198.2万亿韩元；整体年回报率达10.6%，远高于历史平均5.5%，其中养老金储蓄基金和ETF年回报率高达29.3%，而保险和信托仅分别为0.8%和4.0%。

按产品结构看，养老金储蓄基金余额同比大幅增长50.7%至61.3万亿韩元，保险和信托则出现下降；订阅人数增至840.3万人，40至50岁人群占半数以上，但20岁以下群体增速最快达53.4%。养老金储蓄作为国民养老金之外的自愿性产品，提供13.2%至16.5%的税收抵免和递延纳税优惠，且覆盖自雇人士和自由职业者，但提前提取享受过税收优惠的部分将按16.5%税率征税。

二、养老金投资

1、美国 | CalPERS私募股权组合规模扩大至1190亿美元

截至2026年3月31日，美国加州公共雇员退休系统（CalPERS）的私募股权组合净值约1190亿美元，同比增长约270亿美元。其副首席投资官（Deputy CIO）安东·奥利奇（Anton Orlich）表示，私募股权组合已能实质性影响总基金业绩，新策略下投资额约470亿美元，已超过传统策略的430亿美元。CalPERS在2025年正式采纳总组合投资法（TPA），成为美国首家全面采用该策略的公共养老金基金。

作为策略全面调整的一部分，该基金将大型收购敞口从净值的46%降至33%，将成长型投资与风险投资合计占比从20%提升至38%，并重启了风险投资计划。当前配置为57.3%收购、31.6%成长型、6.4%风险投资、3.8%机会型和0.6%信贷。奥利奇称，转向中型市场收购、成长型及风险投资创造了更多超额回报机会，新投资比传统方法多创造超150亿美元价值。

仅供内部参考，请勿外传

在业绩表现方面，CalPERS 在 2022 年 30 个大型公共养老金私募股权项目中排名第 29 位，到 2025 年底基于三年回报已升至第 1 位；2025 财年私募股权回报率达 14.3%，在 74 个资产超 10 亿美元的美国公共养老金中表现最强。2026 年 6 月初奥利奇已升任私募市场副首席投资官，截至 2026 年 3 月末，CalPERS 私募股权实际配置为 20.0%，目标为 17.0%。

2、美国 | PennPSERS 将其被动股票组合委托给 BNY Investments

美国宾夕法尼亚州公立学校雇员退休系统（PennPSERS）董事会批准将最多 250 亿美元被动型公开股票组合委任给纽约梅隆银行旗下资管公司 BNY Investments，其中包括追踪标普 1500 指数（S&P 1500 index）的 160 亿美元美国股票授权和追踪 MSCI 全球除美国指数（MSCI World ex-US index）的 40 亿美元发达市场除美国股票授权，合计规模最高可达 250 亿美元。

此前该基金全部 202 亿美元的被动型公开股票组合均为内部管理；其首席投资官（CIO）本杰明·科顿（Benjamin Cotton）表示，调整的主要原因是外部管理被动型股票的市场成本已下降超过一半，而内部成本仍在上升，且各管理人业绩表现一致，外包可使内部资源优化配置到其他能够继续为组合创造价值的领域。

3、英国 | 英国最大养老金池计划削减美国敞口

英国最大养老金资产所有者 Border to Coast Pensions Partnership（B2C）将美国资产配置削减 5%至 10%，转向欧洲和亚洲。该机构管理约 1200 亿英镑地方政府养老金资产，其首席投资官（CIO）乔·麦克唐奈（Joe McDonnell）表示，对美国市场集中度及少数硅谷巨头带来的风险感到不安，尽管调整后仍看好美国私募资产机会。

麦克唐奈表示 B2C 将避免投资面向富裕散户投资者的私募信贷基金，因散户赎回带来波动性，所有私募投资应尽可能与散户隔离；同时指出私募股权基金正面临审查，预计若无经济恶化市场噪音将在六到九个月内消退。B2C 预计未来五年向私募市场投入约 200 亿英镑，过去五年已投入同等规模。

4、英国 | 养老金监管局明确养老金领域 AI 应用立场

英国养老金监管局（TPR）发布 AI 使用指导计划，将监管方法定位为以结果为导向、基于原则、技术中立和基于证据，工作计划聚焦确保养老金计划治理健全、夯实数据基础、培育负责任创新及借助 AI 提升监管效率，后续指引文件预计于 2026 年下半年发布。

仅供内部参考，请勿外传

TPR 指出 AI 已在个性化成员支持、自动化日常事务和增强欺诈防护等方面为养老金计划带来改善，但警示了多项风险，包括 AI 能力与采用速度超过治理进度、日益复杂的网络攻击、AI 生成的诈骗、可能加剧不平等的偏见，以及对用户查询产生不准确回复；尤其值得关注的是，与持牌金融机构不同，AI 工具大多处于无监管状态，成员在日常生活中采用 AI 也可能催生对 AI 驱动养老金服务的更高需求。

受托人及其服务提供商已在成员福利计算、转移申请及内部运营等场景中使用 AI 流程，TPR 旨在引导 AI 创新以惠及社会，同时预判并化解潜在危害；内部工作将围绕建立安全使用框架、培养 AI 技能及推进与战略目标和监管职责相符的应用展开。

5、法国 | 养老储备基金委任 5 亿欧元私募股权投资管理

法国养老储备基金（FRR）向 Swen Capital Partners 和 Flexstone Partners SAS 委任两笔合计 5 亿欧元的私募股权投资管理，作为其非上市投资计划的组成部分。这源于 2025 年 7 月发起的限制性招标，旨在通过底层私募股权基金间接投资于微型企业、中小企业和中型公司，其中至少 80%投向法国本土企业，最多 20%投向欧洲经济区、英国或瑞士企业。

每项底层基金总承诺规模上限为 3 亿欧元，一级私募股权和成长型基金投资须占专项基金投资组合的至少 75%；Swen Capital Partners 已受 FRR 委托管理一笔经济融资授权，此次再度入选。FRR 表示，该举措将支持高潜力企业增长，特别是在国家主权领域，并促进就业与区域发展，同时充分融入环境、社会和治理（ESG）标准。

6、瑞典 | FTN 公布 2027 年基金采购计划

瑞典基金选择机构（Fondtorgsnämnden, FTN）公布 2027 年 premium pension 基金平台采购计划，涵盖主动型新兴市场股票基金（150 亿瑞典克朗）、被动型新兴市场股票基金（90 亿瑞典克朗）、主动型瑞典长期债券固收基金（110 亿瑞典克朗），以及主动型平衡混合基金（600 亿至 4400 亿瑞典克朗）。

新兴市场基金采购预计 2027 年第一季度公布，瑞典长期债券基金安排在第二季度；混合基金将分三组并行推进，分别面向不同风险特征的基金，采购前所有相关基金将被归入谨慎型、平衡型或进取型三类之一。

三、风险提示

仅供内部参考，请勿外传

1、**宏观经济波动风险**：若全球宏观经济超预期波动，将影响养老金资产配置偏好。

2、**资本市场波动风险**：全球资本市场波动、流动性收紧，资产价格下行风险加剧。

3、**地缘政治变动风险**：地缘政治超预期变化，影响产业链企业盈利预期与外资投资意愿。

4、**政策落地不达预期**：养老政策超预期调整，养老产业支持力度减弱。

仅供内部参考，请勿外传

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。



兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn