下载日志已记录，仅供内部参考

行业评级	推荐（维持）
报告日期	2026 年 09 月 02 日

相关研究

【兴证非银】非银周报（260824-260828）：险企投资改善带动利润高增，券商中报业绩亮眼估值背离-2026.08.31

【兴证非银】非银周报（260817-260821）：《保险公司资产负债管理办法》正式发布，红利资产或将迎来重要配置力量-2026.08.23

【兴证非银】保险资负新规正式落地，险资红利配置或提速-2026.08.23

分析师：徐一洲
S0190521060001
xuyizhou@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（260816-260831）：芬兰养老保险公司 Elo 季度投资收益创历史新高

投资要点：

养老金管理：

- 韩国 | 2024 年 65 岁以上养老金领取人数增长 5.6%

养老金投资：

- 美国 | SpaceX 机构持仓首次披露，沙特主权基金位列第一
- 美国 | NYSCRF 完成 20 亿美元私募市场出资承诺
- 美国 | 贝莱德放宽两只高收益债券 ETF 的 ESG 筛选标准
- 法国 | ERAFP 授予九项非上市资产管理委托
- 丹麦 | 两家养老基金出资 Urban Partners 信贷基金首轮募集
- 挪威 | KLP 称指数基金应作为长期储蓄基石
- 挪威 | 2026 年上半年 GPFN 回报率达 7.4%
- 芬兰 | 养老保险公司 Elo 季度投资回报创历史新高
- 瑞典 | 2026H1 第三国民养老基金 AP3 回报率达 7.6%
- 瑞典 | 2026H1 第二国民养老基金 AP2 回报率达 9.6%
- 加纳 | 养老金加速流入私募股权和中小企业融资

- 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。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、 养老金管理.....3
二、 养老金投资.....3
三、 风险提示.....8

下载日志已记录，仅供内部参考

一、养老金管理

1、韩国 | 2024 年 65 岁以上养老金领取人数增长 5.6%

近日，韩国数据统计部公布的数据显示，2024 年韩国 65 岁及以上养老金领取人数增长 5.6%，达到 912.2 万人，在同龄人口中的领取比例为 91.2%，较上年提高 0.3pct。2024 年月均养老金发放金额同比增长 6.0%，达到 73.7 万韩元（约合 530 美元），其中男性平均为 95.7 万韩元，女性为 54.6 万韩元，65 岁至 69 岁人群为 85.8 万韩元，80 岁及以上人群为 57.7 万韩元。

与领取人群扩大形成对照的是缴费人群萎缩。受长期低生育率影响，18 岁至 59 岁参保人数年内减少 1.1%，降至 2348.4 万人。人口结构变化之下，韩国养老金体系的收支压力进一步显现。

二、养老金投资

1、美国 | SpaceX 机构持仓首次披露，沙特主权基金位列第一

SpaceX 上市后，申报文件首次披露其机构持仓情况。在上市至 6 月 30 日季度末的 12 个交易日内，主权财富基金、养老金计划和捐赠基金已完成配置。

从持仓排名来看，沙特公共投资基金（PIF）增持逾 1.54 亿股，价值 263 亿美元，位居机构之首。加拿大安大略省教师养老金计划（OTPP）持仓 87 亿美元，为养老金中最大，且是该基金上半年 9.5%净回报率的重要贡献因素，SpaceX 还是其风投部门教师创新平台（TIP）2019 年成立时的首个标的。美国养老金中得克萨斯州教师退休系统（Texas Teachers）持仓约 26 亿美元居首，哈佛管理公司持有约 22 亿美元，新加坡淡马锡（Temasek）和挪威央行投资管理公司（NBIM）分别持有约 17 亿美元和 12 亿美元。

然而，机构买入与治理争议并存。部分养老金高管曾致公开信质疑马斯克过大的影响力、股东权利障碍和双重股权结构，丹麦养老基金 AkademikerPension 的首席投资官更将 SpaceX 剔除出投资范围。同时，由于 SpaceX 将被快速纳入股票指数，多家养老金将通过被动投资组合持有该股，实际上成为被动买入方。而 NBIM 首席执行官尼古拉·坦根（Nicolai Tangen）与马斯克关系时有紧张，该基金还曾反对其 2025 年薪酬方案。

2、美国 | NYSCRF 完成 20 亿美元私募市场出资承诺

美国纽约州共同退休基金（NYSCRF）6 月完成 20.1 亿美元私募市场出资承诺，涉及房地产、私募股权、机会型与绝对回报类策略（opportunistic/absolute-return

下载日志已记录，仅供内部参考

strategies）和固定收益四类。房地产两项合计约 6.2 亿美元，分别投向纽文房地产（Nuveen Real Estate）的美国战略医疗主题基金一期和房地产投资管理机构 Heitman（Heitman Capital Management）的住院康复机构组合。

私募股权两项合计 6.41 亿美元，桥点集团（Bridgepoint Group）第八期欧洲并购基金的 B 类工具获 3.25 亿欧元，主投西欧医疗、先进工业、服务和科技板块，软件投资机构 PSG Equity 第三期欧洲基金获 2.25 亿欧元，主投西欧软件和技术驱动型企业。机会型与绝对回报类策略四项合计 5 亿美元，其中三项投向风投机构 General Catalyst 旗下基金，一项投向资管机构 57 Stars 管理的全球机会基金系列，主投波多黎各和多米尼加共和国的私募股权与机会型信贷机会。固定收益方面，向资管机构 Calvert（Calvert Research and Management）的核心债券策略追加 2.5 亿美元，累计承诺达 5 亿美元。

另据披露，该基金 6 月终止了两个上市股票委托组合，分别是资管机构 Global Alpha Capital Management 的国际股票账户和资管机构 Palisade Capital Management 的国内股票账户，账户价值分别约 4.45 亿美元和 7.61 亿美元，所得资金转入现金，所有出资承诺的管理人均为既有合作方。

3、美国 | 贝莱德放宽两只高收益债券 ETF 的 ESG 筛选标准

贝莱德（BlackRock）调整两只高收益公司债 ETF 的跟踪指数，以契合一家北欧养老基金更新后的可持续目标。规模 5.82 亿美元的 iShares 欧元产品（HYPE）和规模 4.23 亿美元的美元产品（HYDP）将放弃巴黎协定对齐指数，改为跟踪 MSCI 高收益公司债精选指数，调整于 10 月 30 日生效。

调整后，两只基金不再属于巴黎协定对齐基准（PAB）产品，但保留可持续金融披露条例（SFDR）第 8 条基金分类。新指数编制方法取消了对烟草、民用枪支、常规武器和某些化石燃料的限制。贝莱德称，新基准在保持核心高收益敞口和可持续特征的同时，为基金提供了合适的长期解决方案。

贝莱德近期密集调整 ETF 产品线。上月将 130 亿欧元 ETF 从抽样复制改为完全实物复制，以应对科技股估值高企导致个股权重逼近集中度上限的问题，同时收紧了一只 20 亿美元 ESG 债券 ETF 的筛选标准，堵上化石燃料相关敞口的漏洞。

4、法国 | ERAFP 授予九项非上市资产管理委托

法国公务员补充养老金计划（Additional Pension Scheme for Civil Servants，ERAFP）完成 2025 年 3 月启动的招标，授予九项管理委托，涉及非上市私募股权和基础设施资产，分为四项分项委托，目标总规模 16 亿欧元。该计划称，委托

下载日志已记录，仅供内部参考

旨在支持业绩表现和长期履约能力，满足负责任管理及气候承诺，并为实体经济提供融资。

中标情况方面，欧洲私募股权分项委托目标配置 7 亿欧元，欧洲私募股权母基金管理机构 Access Capital Partners 和安佰深（Ardian）为主动管理受托人，施罗德（Schroders）为备选管理人。北美私募股权分项委托 3 亿欧元，施罗德和安佰深分任主动和备选管理人。经济合作与发展组织（OECD）地区基础设施分项委托 4 亿欧元，东方汇理资产管理（Amundi）和贝莱德（BlackRock）分任主动和备选管理人。绿色转型基础设施分项委托 2 亿欧元，Access Capital Partners 和法国资管公司 SWEN Capital Partners 分任主动和备选管理人。此次委托采用主动加备选的双层结构，ERAFP 表示备选管理人可根据其需求变化被激活启用，以进一步加强投资多元化。

5、丹麦 | 两家养老基金出资 Urban Partners 信贷基金首轮募集

丹麦养老基金 Industriens Pension 和丹麦医生养老基金 Lægernes Pension 参与北欧房地产投资机构 Urban Partners 旗下房地产信贷基金 Urban Partners Credit II（UPC II）的首轮募集，出资合计 2 亿欧元。该基金为公司第二只房地产信贷工具，首轮募集被视为其信贷平台扩张的重要里程碑，募集仍在进行中，后续将适时完成更多批次的募集。

UPC II 为整笔贷款基金，投资瑞典、丹麦、芬兰和德国房地产价值链上的优先担保贷款，策略定位为补充目标市场现有融资供给，解决中端市场发起机构和开发商面临的结构性资金缺口。基金聚焦住宅、物流和社会基础设施等防御性板块，重点为棕色资产（指高碳排放、高能耗的资产）绿色转型提供融资，归类为可持续金融披露条例（SFDR）第 8 条基金。

6、挪威 | KLP 称指数基金应作为长期储蓄基石

挪威最大养老金公司 KLP 旗下资产管理公司 KLP Kapitalforvaltning 的基金业务主管伊丽莎白·通利·莫（Elisabeth Tunli Moe）表示，指数基金应当成为长期储蓄的基石。美国关税、新贸易政策和汇率波动令许多储蓄者感到担忧，但从历史经验看，长期投资的回报好于银行存款，当前更应保持冷静。

其核心论据是，指数基金提供市场平均回报减去少量费用的收益，分散化程度高，以 KLP 全球股票指数基金（KLP AksjeGlobal Indeks）为例即持有近 1300 家公司的股票。虽然单一年度总有主动管理型基金跑赢指数，但事前几乎无法预知是哪些基金，因此不主动选股选基的储蓄者更适合指数基金。

下载日志已记录，仅供内部参考

针对该基金约 70%为美国上市股票引发的疑虑，通利·莫表示这些“美国”公司大量业务在美国以外，顾虑者可另外配置新兴市场或区域指数基金。她同时提示了两点例外，投资挪威资产时主动管理型基金历来跑赢指数基金，更为合适但风险更高；想集中投资科技行业的储蓄者则不适合宽基指数基金，市场情绪变化很快，科技股和绿色能源板块的冷热转换即是例证。

7、挪威 | 2026 年上半年 GPFN 回报率达 7.4%

挪威政府养老基金管理机构 Folketrygdfondet 披露，其管理的挪威政府国内养老基金（GPFN）2026 年上半年回报率达 7.4%，对应收益 314 亿挪威克朗，期末投入资本为 4401 亿挪威克朗。该基金期间内超额回报为-0.19pct，其中股票组合上涨 11.0%，拖累超额回报 0.36pct，固定收益组合上涨 1.0%，贡献 0.16pct。第二季度回报率为-2.0%，高于其业绩基准 0.38pct。2007 年以来，主动管理年均创造超额回报 0.95pct，累计约 740 亿挪威克朗，接近基金价值的 17%。

特罗姆瑟政府基金（GFT）同期回报率为-5.4%，对应收益-8 亿挪威克朗，期末投入资本 147 亿挪威克朗，超额回报 0.30pct，自设立以来连续三个季度跑赢其业绩基准。

Folketrygdfondet 首席执行官表示，奥斯陆证券交易所上半年位居全球表现最强的交易所之列，主要受油价大幅波动推动。GPFN 绝对回报为正，但小幅落后于其业绩基准；GFT 绝对回报为负，但跑赢其业绩基准，公司坚持长期策略不变。

8、芬兰 | 养老保险公司 Elo 季度投资回报创历史新高

芬兰养老保险公司 Elo 公布 2026 年第二季度业绩，季度投资回报率达 6.2%，创季度历史回报新高。2026 年上半年回报率为 6.4%，对应收益额为 22 亿欧元，总业绩达 10 亿欧元，去年同期为亏损 2 亿欧元。截至 2026 年 6 月末投资市值 363 亿欧元，偿付能力充足率从 2025 年底的 123.8%升至 126.5%。

芬兰养老金改革第一阶段于 7 月初生效，Elo 认为改革改善了偿付能力，并为以可控方式提高投资风险创造了条件。公司首席投资官兼副首席执行官表示，已提前提高投资组合中的股票权重，目前股票占比处于异常高的水平。过去 10 年，Elo 投资年均回报率为 6.5%，实际回报率为 4.2%。

Elo 首席执行官称 2026 年是“创纪录的一年”，并表示良好的投资业绩、增强的偿付能力、保险销售发展和数据分析应用，为下半年奠定了良好基础。公司同时指出，业绩是在地缘政治不确定性、伊朗战争和持续通胀压力下实现的，芬兰经济则出现出口走强、投资增加等改善迹象。

下载日志已记录，仅供内部参考

9、瑞典 | 2026H1 第三国民养老基金 AP3 回报率达 7.6%

瑞典第三国民养老基金（AP3）公布 2026 年中期业绩，上半年扣除成本后的回报率为 7.6%，对应利润 627 亿瑞典克朗，基金资本增至 8910 亿瑞典克朗，较一年前增加 3404 亿瑞典克朗。总管理费用率从 2025 年上半年的 0.07%降至 0.05%，过去五年和十年扣除成本后的年均回报率分别为 6.7%和 8.9%。

AP3 首席执行官表示，业绩印证了主动而严明的投资策略的价值。他同时披露，缓冲基金年初的合并进展顺利，从瑞典第一国民养老基金（AP1）承接的资本已成功纳入管理架构，截至 2026 年 6 月 30 日，从 AP1 划转至 AP3 的资产合计 2558 亿瑞典克朗。

10、瑞典 | 2026H1 第二国民养老基金 AP2 回报率达 9.6%

瑞典第二国民养老基金（Second AP Fund，AP2）公布 2026 年中期业绩，上半年扣除成本后的回报率为 9.6%，显著高于 2025 年同期的 0.4%，对应利润 480 亿瑞典克朗，期末基金资本从 2025 年底的 4752 亿瑞典克朗增至 5505 亿瑞典克朗，过去五年和十年的年均回报率分别为 5.3%和 7%，总管理费用率维持 0.08%不变。收益主要来自上市股票，新兴市场投资回报率达 51%。实物资产延续疲弱，拖累组合-0.2pct，其中包括对瑞典绿钢企业 Stegra 原有持仓相比收购成本减记 3.3 亿瑞典克朗，外汇则形成正贡献。

瑞典第六国民养老基金（AP6）并入方面，上半年 AP2 从 AP6 接收 318 亿瑞典克朗，纳入风险投资组合的资产已划转至常规管理，其余资产在过渡组合中单独管理，上半年末规模 523 亿瑞典克朗，不计入披露的基金资本，含过渡组合在内的总管理资本为 6028 亿瑞典克朗。AP2 首席执行官表示并入工作按计划推进，上半年新增约 10 名员工，基金已做好准备承担扩大后的职责。

11、加纳 | 养老金加速流入私募股权和中小企业融资

加纳被视为非洲养老金投向多元化另类资产的典型样本，已推出多项行业举措推动国内资金池进入实体经济，包括加纳风投与私募股权协会（GVCA）2025 年 4 月发起的“5%养老金和保险行业公约”，以及由加纳本土一家投资机构（Savannah Impact Advisory）管理的 7000 万美元中小企业母基金 Ci Gaba。加纳养老金投资指引允许最高 25%的资产投向另类工具，制度宽松程度在非洲大陆居前。

下载日志已记录，仅供内部参考

制度进展方面，加纳的养老金改革始于 2008 年设立国家养老金监管局（NPRA），2021 年扩大另类投资比例上限，如今已形成不断壮大的养老金支持型私募股权和中小企业基金项目储备。Ci Gaba 母基金通过养老金受托人参与、本币基金设计、催化性首损资本和技术援助，推动投资者从兴趣转向实际出资。

区域层面，类似做法正在非洲其他地区落地。乌干达国家社会保障基金担任中小企业投资基金的基石投资者，卢旺达社会保障局为专注中小企业的投资工具提供锚定出资，养老金支持私人资本的模式正从加纳向更多非洲国家扩展。

三、风险提示

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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

人在草木间