

中国年金体系研究暨“寻找中国保险的Alpha”系列之四 支撑养老体系，引入长期活水

优于大市

核心观点

以企业年金与职业年金为主的养老第二支柱稳中正进。作为多支柱养老金体系的关键组成部分，养老第二支柱健康发展对于应对人口老龄化、提升国民养老保障水平具有战略性意义。从国际经验看，以美国 401K 计划为代表的企业年金制度，与公共养老金协同构成了退休收入的核心支柱，有效缓解了财政压力。随着国内基本养老保险“一支独大”的现状难以持续，大力发展企业年金与职业年金，引导责任从国家单一主体向国家、单位、个人三方共担过渡，已成为必然选择与共识。近期，个人养老金制度的落地及配套政策的完善，进一步明确了构建多层次体系的监管决心，为第二支柱的扩容创造了有利的政策环境。**尤其是尽管政策持续推动，我国养老第三支柱即个人养老金发展并未达到预期，未来逐步扩大第二支柱企业年金覆盖面，这有利于形成政策、企业与个人三方协同的良性发展生态，我们判断年金增速有望保持 8% 年化复合增速，高于未来名义 GDP 增长。**

年金资金稳定性强，配置方向多元，既是“耐心资本”也是资管业务的“Good Money”。在明确政策鼓励下，我国企业年金与职业年金市场正步入稳步扩张的通道。职业年金伴随机关事业单位养老保险改革已实现制度全覆盖，而企业年金的覆盖范围亦从国有企业逐步向经营稳健的民营企业拓展。作为典型的长期资金，年金基金具有积累期长、追求绝对收益、现金流稳定的特点，这使其成为资产管理行业渴求的“好钱”。相关资金能够有效支撑资本市场的稳健发展，并为管理人所重视，有利于引导行业从短期规模博弈转向长期价值投资，促进资管业务健康发展与良性循环。

与企业年金的分散决策模式不同，职业年金确立了“统一委托、集中运营”的投资管理模式。这一模式在保障资金安全、规范运作的同时，也塑造了其独特的投资行为与市场影响力。职业年金的投资运营规模从 2020 年的 1.29 万亿元持续增长至 2024 年的 3.11 万亿元，接近企业年金 3.64 万亿元的规模。同比增速在 2022 年后基本稳定在 20% 左右。初期增速源自政策驱动因素，随着机关事业单位参保实现全覆盖，新增缴费人数趋于稳定，依靠新缴费资金的边际贡献持续减弱。

年金资金持续加大入市，“红利+成长”哑铃型的权益结构持续。面对“资产荒”背景下非标资产供给萎缩、市场利率中枢长期下行的双重挑战，养老第二支柱资金要实现长期保值增值，必然需要优化资产配置结构，提升权益资产的战略配置权重。在此过程中，未来年金投资更倾向于构建“哑铃型”组合：其中一端聚焦于现金流稳定、具备防御属性的高股息、低波动的价值型资产；另一端则加大对符合经济转型方向、具备新质生产力潜力的科技制造等领域的布局，通过这种均衡配置在控制下行风险的同时，力争获取超额收益，这将成为其长期参与权益资产配置的主旋律。**以企业年金为例，我们判断权益比例有望由当下 10%-15% 提升至 20%-25%，带来约 5000 亿元权益增量空间，综合考虑负债增长和结构调整，每年带来 1000 至 1500 亿元权益增量资金。**

风险提示：长端利率下行；资本市场收益波动；年金规模增速不及预期等。

行业研究 · 行业专题

非银金融 · 保险 II

优于大市 · 维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

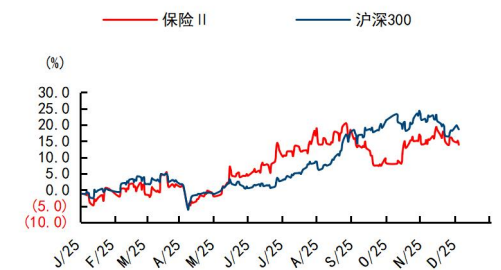
证券分析师：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

S0980525070007

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《2025 年三季度保险业资金运用情况点评-权益配置持续增加，年底顺势调结构》——2025-11-18
- 《保险业 2025 年三季度综述-资负共振，利润高增》——2025-11-04
- 《近期保险股权投资机会梳理-价值占优，买入保险》——2025-10-13
- 《天安财险债券风险状况点评-尾部中小险企风险出清加速》——2025-10-09
- 《保险业 2025 年 8 月保费收入点评-短期增幅提升，长期负债结构优化》——2025-09-29

内容目录

“三支柱”体系下我国养老生态现状	4
企业年金篇：发展、现状与深度剖析	5
发展历程与模式	5
规模与参与结构	9
职业年金篇：崛起的制度性力量	15
制度背景与核心特征	15
职业年金规模测算	16
年金资金投资模式分析	16
企业年金：战略与战术的双重驱动	16
职业年金：集约化的投资运作模式	21
养老第二支柱负债端扩张的机遇	23
风险提示	24

图表目录

图 1: 2010-2024 年基本养老保险累计结余及同比增速 (单位: 万亿元, %)	4
图 2: 2020-2024 年企业年金、职业年金投资运营规模及同比增速 (单位: 万亿元, %)	5
图 3: 企业年金基金“四角”运作模式	8
图 4: 2007-2024 年企业年金积累基金规模及同比增速 (单位: 万亿元, %)	10
图 5: 2007-2024 年建立企业年金的企业个数及同比增速 (单位: 万户, %)	10
图 6: 企业年金参与职工人数及占城镇职工基本养老保险参保人数的比例 (单位: 万人, %)	11
图 8: 2013-2024 年人力资源社会保障部企业年金资产金额占全国总额的百分比 (单位: %)	14
图 9: 2025Q1 企业年金各类投资计划期末资产占比	19
图 10: 2019-2025Q1 企业年金基金固收类及含权类资产占比	19
图 11: 跨周期大类资产配置框架	19
图 12: 2019-2025Q1 企业年金单一计划投资收益表现	20
图 13: 2019-2025Q1 企业年金集合计划投资收益表现	20
图 14: 2019-2025Q1 企业年金其他计划投资收益表现	21
图 15: 2019-2025Q1 企业年金各类计划合计投资收益表现	21
图 16: 2020-2024 年职业年金投资运营规模及同比增速 (单位: 万亿元, %)	22
表 1: 企业年金制度初建阶段 1991-1999 年重要政策汇总	6
表 2: 企业年金制度试点阶段 2000-2003 年重要政策汇总	6
表 3: 企业年金制度规范阶段 2004-2015 年重要政策汇总	7
表 4: 企业年金制度深化阶段 2015 年至今重要政策汇总	8
表 5: 企业年金基金的“四角”运作模式	9
表 6: 我国企业年金规模测算 (单位: 万亿元, %)	11
表 7: 职业年金与企业年金性质对比	15
表 8: 职业年金规模测算	16
表 9: 企业年金投资政策梳理	18

“三支柱”体系下我国养老生态现状

随着经济社会持续发展，我国人口出老龄化程度持续加深。根据国家统计局披露的数据，截至 2024 年末全国人口为 14.08 亿人，较 2023 年减少 139 万人，连续三年呈现负增长趋势。构建多层次、多支柱的养老保险体系，是有效应对人口老龄化、提升全社会养老保障制度韧性的关键举措，对于拓宽养老金来源渠道、应对人口老龄化挑战、促进养老保险制度的长期稳健运行具有重要意义。

我国的养老保险体系通过不断深化改革，目前已经形成以第一支柱基本养老保险为基础、以第二支柱职业年金和企业年金为补充、第三支柱个人和商业养老保险初步发展的多支柱多层次养老保险体系。2025 年 9 月 28 日，人社部发文表示，三项社保基金保持当期收大于支态势，第一支柱基本养老保险，全国统筹等重大改革平稳实施，筹资和待遇调整机制逐步完善，保障功能日益强化，截至 2025 年 10 月 14 日，全国基本养老保险参保人数达到 10.72 亿人，比“十三五”末增加 7300 多万人，参保率从 91% 提高到 95% 以上；第二支柱企业（职业）年金规模不断扩大，补充养老保险作用进一步发挥；第三支柱个人养老金，从 36 个城市先行到全国推开，补齐养老保险体系的制度短板。

图1：2010-2024 年基本养老保险累计结余及同比增速（单位：万亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

“三支柱”养老保障体系仍面临发展不平衡问题。截至 2024 年末，第一支柱基本养老保险累计结余 8.72 万亿元，同比增速为 11.55%，覆盖人群 10.7 亿人；第二支柱中企业年金投资运营规模为 3.64 万亿元，同比增速 14.11%，职业年金投资运营规模为 3.11 万亿元，同比增速 21.48%，职业年金依托强制参与机制发展较为迅速，与企业年金差距逐渐缩小；第三支柱个人养老金制度去年年底全面铺开。截至 2024 年末，共有 30 只理财产品纳入个人养老金理财产品名单，金额达 92 亿元，投资者达 83 万人。目前，我国多支柱多层次养老保障体系仍以第一支柱为主要，基本实现全覆盖。在第二支柱中，企业年金覆盖率偏低，截至 2024 年末，参与职工 3241.84 万人，不足基本养老保险参保人数的 10%，补充作用有待加强；而职业年金则由于其强制性已基本实现制度全覆盖。第三支柱个人养老金试点自 2022 年启动后逐步扩大，2024 年 12 月扩展至全国范围。尽管两年内共开设了 7000

万个账户、参与率超 25%，但实际缴费率仅为 22%，年均缴费不足 2400 元¹。

图2：2020–2024 年企业年金、职业年金投资运营规模及同比增速（单位：万亿元，%）



资料来源：Wind，人社部，国信证券经济研究所整理

养老第二支柱包含企业年金与职业年金。企业年金是指企业及其职工在依法参加基本养老保险的基础上自主建立的补充养老保险制度。企业年金基金主要由企业缴费、职工个人缴费、企业年金基金投资运营收益。企业缴费每年不超过本企业职工工资总额的 8%，企业和职工个人缴费合计不超过本企业职工工资总额的 12%，具体所需费用由企业和职工一方协商确定，职工个人缴费由企业从职工个人工资中代扣代缴。职业年金是指机关事业单位及其工作人员在参加单位基本养老保险的基础上，建立的具有强制性的补充养老保险制度，单位缴纳职业年金费用的比例为本单位工资总额的 8%，个人缴费比例为本人缴费工资的 4%，由单位代扣。**第二支柱企业职业养老金定位于通过延期工资收入的方式为就业者提供更高水平的退休生活待遇。**

养老第一支柱发展有“天花板”，第二支柱将发挥重要补充功能。发展养老第二支柱是满足国民日益增长的养老需求的重要途径。当前我国基本养老保险覆盖广泛但替代率有限，随着人口老龄化加剧，仅靠第一支柱难以满足居民高质量养老需求。第二支柱通过企业或单位缴费，为职工提供额外养老积累，提高退休后收入水平，缓解养老压力。企业职业年金还发挥着增强企业吸引力、促进金融市场发展以及分散养老风险的重要功能。第二支柱已然成为我国养老保险体系中不可或缺的第二道养老保障，使“养老”责任在国家、企业、个人三者之间得到更加均衡合理的分担。

企业年金篇：发展、现状与深度剖析

发展历程与模式

我国企业年金发展可以总结为四个阶段。1991 年至 1999 年为制度初建阶段，该阶段确立了补充养老保险的制度雏形，1995 年 12 月 29 日劳动部出台《关于印发〈关于建立企业补充养老保险制度的意见〉的通知》，为补充养老保险提供明确的政策性指引，对企业建立补充养老保险制度的决策程序和管理组织、资金来源待

¹ 范力民. 养老金融改革突围：三支柱并进、居民财富配置优化[J]. 新金融, 2025, (08): 23-32.

遇给付、投资运营等做出了明确的规范，为企业年金制的发展奠定基础。

表1: 企业年金制度初建阶段 1991-1999 年重要政策汇总

	出台时间	政策文件	核心内容	重要意义
制度初建阶段 1991-1999 年	1991 年 6 月 26 日	《国务院关于企业职工养老保险制度改革决定》	明确提出逐步建立起基本养老保险与企业补充养老保险和职工个人储蓄性养老保险相结合的制度, 改变养老保险完全由国家、企业包下来的办法, 实行国家、企业、个人三方共同负担, 职工个人也要缴纳一定的费用; 企业补充养老保险由企业根据自身经济能力, 为本企业职工建立, 所需费用从企业自有资金中的奖励、福利基金内提取。决定要求各级政府结合实际抓紧制定具体的实施方案, 积极稳妥地推进企业职工养老保险制度的改革。	国务院首次提出“补充养老保险”, 并鼓励企业实施补充养老保险。
	1995 年 3 月 17 日	《国务院关于深化企业职工养老保险制度改革的通知》	明确企业职工养老保险制度改革的目标是: 到本世纪末, 基本建立起适应社会主义市场经济体制要求, 适用城镇各类企业职工和个体劳动者, 资金来源多渠道、保障方式多层次、社会统筹与个人账户相结合、权利与义务相对应、管理服务社会化的养老保险体系; 企业补充养老保险和个人储蓄性养老保险, 可由企业和个人自主选择经办机构。	为补充养老保险提供明确的政策性指引。补充养老保险制度基本确定下来, 为企业年金制的发展奠定基础。
	1995 年 12 月 29 日	《关于印发〈关于建立企业补充养老保险制度的意见〉的通知》	补充保险实施主体限于城镇各类企业并明确基本条件; 对企业建立补充养老保险制度的决策程序和管理组织、资金来源待遇给付、投资运营等做出了明确的规范, 并且提出补充养老保险要采取 DC 型。	

资料来源: 人社部, 中国政府网, 国信证券经济研究所整理

2000 年至 2003 年为制度试点阶段。2001 年国务院批准辽宁省成为首个实行补充养老保险的试点地区, 将“企业年金制度”纳入国家级文件, 并逐步推向全国。该时期政府部门提出企业年金可以委托相关机构代理, 确定企业年金制度个人账户的完全积累式, 但未对企业年金基金的具体运作模式做出规定, 企业年金的投资在该阶段受限。

表2: 企业年金制度试点阶段 2000-2003 年重要政策汇总

	出台时间	政策文件	核心内容	重要意义
制度试点阶段 2000-2003 年	2000 年 12 月 25 日	《关于完善城镇社会保障体系的试点方案》	国务院确定选择辽宁省在全省范围内进行完善城镇社会保障体系试点; 并明确试点方案, 鼓励有条件的企业可为职工建立企业年金, 并实行市场化运营和管理。企业建立企业年金应具备 3 个条件: 一是依法参加基本养老保险并按时足额缴费; 二是生产经营比较稳定, 经济效益较好; 三是企业内部管理制度健全。大型企业、行业可以自办企业年金, 鼓励企业委托有关机构经办企业年金。企业年金实行基金完全积累, 采用个人账户方式进行管理, 费用由企业和职工个人缴纳, 企业缴费在工资总额 4% 以内的部分, 可从成本中列支。	文件正式提出“企业年金制度”作为企业补充养老保险制度的替代, 推动试点改革。企业年金制度发展进入试点阶段。
	2001 年 7 月 6 日	《国务院关于同意〈辽宁省完善城镇社会保障体系试点实施方案〉的批复》	国务院肯定辽宁省的试点经验并推广全国。确保国有企业下岗职工基本生活和企业离退休人员养老金按时足额发放, 仍然是社会保障工作中的重要内容。提出企业年金可以委托相关机构代办, 确定企业年金制度个人账户的完全积累式	企业年金制度试点较为顺利得到中央批复并推向全国。

资料来源: 人社部, 中国政府网, 国信证券经济研究所整理

2004年至2015年为制度规范阶段。以《企业年金试行办法》《企业年金基金管理试行办法》及配套的流程规范、账户管理标准、机构评审规则为核心政策，搭建起信托制管理框架与市场化运作基础，确立了“四方管理人”信托模式，填补了我国补充养老保险制度的空白，标志着多层次养老体系第二支柱从概念走向实践。该时期依托制度规范，企业年金制度的参与人数逐渐扩大，对企业年金制度监管体系的完善以及资本市场信息披露的要求逐渐提高。

表3: 企业年金制度规范阶段 2004-2015 年重要政策汇总

	出台时间	政策文件	核心内容	重要意义
制度规范阶段 2004-2015 年	2004 年 1 月 6 日	《企业年金试行办法》	明确企业年金是指企业及其职工在依法参加基本养老保险的基础上，自愿建立的补充养老保险制度。规范建立流程与条件；确立基金模式与账户管理；规定缴费方式与资金来源；确立信托管理模式与市场化运营；规范待遇领取与转移。	是中国第一部专门针对企业年金的全国性法规文件，为企业年金的规范发展提供了根本性的制度保障。
	2004 年 2 月 23 日	《企业年金基金管理试行办法》	确立并细化了“四方管理人”信托模式，明确规定了企业年金基金必须通过受托人、账户管理人、托管人和投资管理四个角色进行专业化管理和运作，并明确了各自的职责边界；建立了严格的风险隔离机制规范了基金的投资运营；建立了全面的监督管理和信息披露制度。	开启了市场化、专业化运作的序幕，为规模化发展提供了可操作的路径，与《企业年金试行办法》共同构成了我国企业年金制度的两大基石。
	2004 年 9 月 29 日	《关于企业年金基金证券投资有关问题的通知》	明确受托人、托管人、投资管理人在证券投资中的职责与分工；规定由托管人代理开立证券账户，账户名称采用“企业年金计划+托管人”联名形式；托管人开立结算备付金账户，负责资金清算与交收；投资管理人承担超买、卖空的交收责任；投资管理人需租用专用交易席位；详细规定账户管理和结算业务的具体流程。	将 2004 年 5 月实施的《企业年金基金管理试行办法》确立的信托模式和四方管理架构落到实处，为基金入市提供了可操作的制度基础。
	2004 年 12 月 31 日	《企业年金基金管理机构资格认定暂行办法》	规定法人受托机构、账户管理人、托管人、投资管理人应当具备的条件；说明了企业评审流程和注销情形。	填补了企业年金基金运作、账户管理信息系统建设以及管理机构资格评审等方面的操作规范空白，为企业年金制度的落地实施提供了具体的操作指引。
	2004 年 12 月 31 日	关于印发《企业年金基金管理运作流程》、《企业年金基金账户管理信息系统规范》和《企业年金基金管理机构资格认定专家评审规则》的通知	明确了企业年金基金运作各环节的具体流程；对企业年金基金账户管理信息系统的功能、运行环境、风险控制等方面作出了详细规定。确立了企业年金基金管理机构资格认定的专家评审机制。明确了专家库的组建方式、专家的任职条件、评审程序和评审标准等内容。	
	2005 年 12 月 27 日	《关于企业年金方案和基金管理合同备案有关问题的通知》	明确备案主体与层级，规定企业应将企业年金方案报送所在社会保险统筹地区县级以上地方人民政府劳动保障行政部门备案；细化备案材料清单；强化备案监督管理。	严格规范备案流程、材料要求及时间限制等，一方面确保企业年金方案的制定符合民主协商程序及国家法规要求，保障职工对企业年金相关事宜的知情权与参与权；另一方面，对基金管理合同的备案管理，有助于监督各管理机构依法依规履职，保障企业年金基金的安全与规范运作，维护企业和职工的财产权益。
	2006 年 11 月 1 日	《关于企业年金基金银行账户管理有关问题的通知》	明确账户类型及开立规范，规定了企业年金基金需开立的三类账户，即受托财产托管账户、投资资产托管账户和投资管理风险准备金账户；界定账户资金性质，强调受托财产托管账户与投资资产托管账户中的企业年金基金资产，独立于受托人和托管人的固有财产及其管理的其他财产，不属于其负债；规范账户日常管理并细化风险准备金管理。	该通知是对企业年金相关基础制度在银行账户管理领域的细化延伸，为托管人、投资管理人等相关主体开展账户管理业务提供了明确指引。
	2011 年 2 月 12 日	《企业年金基金管理办法》	明确基金管理框架、规范参与主体资质、调整缴费及权益归属、拓宽基金投资范围、引入集合计划模式。	提高管理机构资质门槛，有助于筛选出实力雄厚、管理规范、信誉良好的市场主体参与企业年金管理。
	2013 年 3 月	《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》(人社部发[2013]23号) 《关于企业年金养老金产品有关问题的通知》(人社部发[2013]24号)	23 号文：进一步扩大投资范围，如商业银行理财产品、信托产品等；24 号文：允许发行养老金产品，作为标准化投资工具。	进一步优化资产配置，提升投资效率，通过养老金产品降低整体管理成本，为获得稳定长期收益创造条件。

资料来源：人社部，中国政府网，国信证券经济研究所整理

2016 年至今，企业年金制度进入深化阶段，政策重心转向监管体系完善与市场生态优化。在前期制度基础上形成优胜劣汰的市场格局，基金投资运营规模于 2024 年末突破 3.64 万亿元，其补充养老功能持续凸显，既减轻了基本养老保险支付压力，又构建起政府、企业、个人共担养老责任的良性机制，为应对人口老龄化提供了坚实支撑。近年，山东省、内蒙古地区陆续发布《关于加快发展企业年金的指导意见》，切实响应国家大力发展企业年金的政策号召，部分地区因地制宜提出创新融合制度，企业年金进入快速发展阶段。

表4：企业年金制度深化阶段 2015 年至今重要政策汇总

	出台时间	政策文件	核心内容	重要意义
制度深化阶段 2015 年至今	2017 年 12 月 18 日	《企业年金办法》	明确提出企业年金的定义为企业及其职工在参加基本养老保险基础上，自主建立的补充养老保险；规范缴费额度，企业缴费每年不超过本企业职工工资总额的 8%，企业和职工个人缴费合计不超过 12%；基金实行完全积累，为职工建立个人账户；明确企业缴费部分归属职工个人的期限最长不超过 8 年；明确退休、完全丧失劳动能力等情况下可领取。	取代 2004 年的《企业年金试行办法》，成为当前企业年金制度的核心法规依据，进一步规范制度运行，鼓励企业建立年金，助力多层次养老保障体系建设。
	2020 年 12 月 28 日	《人力资源社会保障部关于调整企业年金基金投资范围的通知》	扩大投资范围，将养老金产品、港股通标的股票等纳入投资范围；调整投资比例，权益类资产投资比例上限提高至投资组合委托投资资产净值的 40%，流动性资产比例下限不低于 5%；规范投资标的，对可投资的永续债、资产支持证券等产品的信用等级作出明确规定。	增强投资灵活性，有利于年金基金优化资产配置，分散风险，提升长期收益潜力；与国际接轨，引入港股投资，拓宽全球化配置渠道。

资料来源：人社部，中国政府网，国信证券经济研究所整理

《企业年金基金管理办法》规定企业年金基金必须通过受托人、账户管理人、托管人和投资管理人四个角色进行专业化管理和运作。各部分之间职责分离、相互制约、协同运作以确保基金财产的安全与保值增值。

图3：企业年金基金“四角”运作模式



资料来源：人社部，国信证券经济研究所整理

企业年金基金的“四角”运作模式大致可以分为三个环节。第一步建立计划与缴费。企业与职工作为委托人通过集体协商确定建立企业年金计划，由企业受托人签订受托管理合同并建立信托关系，企业和职工按方案规定按月缴费，资金归集后交由受托人处理。该过程中企业年金的受托人通过职工大会或者职工代表大会讨论确定，选择法人受托机构作为受托人，或者成立企业年金理事会作为受托人。企业年金的受托模式可以根据管理要素的分散化与集中化、管理要素的内部化与市场化进行区分。目前我国企业年金的受托模式仍然以分散化受托、市场化管理的法人受托模式为主。计划类型单调、受托模式单一导致我国企业年金无法适应多样化的就业形态。账户管理人则是由受托人委托管理企业年金基金账户的专业机构，通常由商业银行、保险公司等担任，负责建立和维护企业年金基金的单位账户和个人账户，准确记录缴费、收益分配、支付及账户转移等全部过程，

确保职工个人权益记录的完整、准确与安全。**第二步为投资运作环节。**受托人根据计划的风险承受能力和长期目标，制定投资政策和战略资产配置；投资管理人根据上述政策，在资本市场中进行独立的、专业的研究和投资决策，并向托管人发送投资指令；托管人负责执行投资指令，办理资金清算和证券交割，其最关键职责是监督，确保每一项投资指令都符合法律法规和投资政策，对于违规指令有权拒绝执行；账户管理人负责根据托管人提供的每日基金净值，为每一位职工计算其个人账户的资产价值，记录缴费和投资损益的分配情况。**第三步为待遇支付环节。**当职工达到国家规定的退休年龄等领取条件时，职工可向企业或直接向受托人提交领取申请及相关证明；受托人审核通过后，向账户管理人和托管人同时下达待遇支付指令；托管人从基金专户中向职工指定的银行账户支付资金，同时，账户管理人对该职工的个人账户进行结算、支付或注销记录。**企业年金基金的“四角”运作模式将托管人和投资管理人分离，从根本上降低了基金资产被挪用或侵占的风险，四方角色之间形成严密的监督链条，为我国企业年金的长期稳健发展提供了最根本的机制保障。**

表5: 企业年金基金的“四角”运作模式

	受托人	账户管理人	托管人	投资管理人
职责	选择、监督、更换账户管理人、托管人、投资管理人；制定企业年金基金战略资产配置策略；根据合同对企业年金基金管理进行监督等。	建立企业年金基金企业账户和个人账户；记录企业、职工缴费以及企业年金基金投资收益；定期与托管人核对缴费数据以及企业年金基金账户财产变化状况等。	安全保管企业年金基金财产；以企业年金基金名义开设基金财产的资金账户和证券账户等；对所托管的不同企业年金基金财产分别设置账户，确保基金财产的完整和独立等。	对企业年金基金财产进行投资；及时与托管人核对企业年金基金会计核算和估值结果；建立企业年金基金投资管理风险准备金；定期向受托人提交企业年金基金投资管理报告等。
费用	受托人年度提取的管理费不高于受托管理企业年金基金财产净值的 0.2%。	账户管理人应当采用份额计量方式进行账户管理，根据企业年金基金单位净值，按周或者按日足额记入企业年金基金企业账户和个人账户；账户管理人的管理费按照每户每月不超过 5 元人民币的限额，由建立企业年金计划的企业另行缴纳。保留账户和退休人员账户的账户管理费可以按照合同约定由受益人自行承担，从受益人个人账户中扣除。	托管人年度提取的管理费不高于托管企业年金基金财产净值的 0.2%；企业年金基金投资管理风险准备金应当存放于投资管理人在托管人处开立的专用存款账户，余额达到投资额，由建立企业年金计划的企业另行缴纳。保留账户和退休人员账户的账户管理人所管理投资组合基金财产净值的 10% 时可以不再提取。托管人不得对投资管理风险准备金账户收取费用。	投资管理人年度提取的管理费不高于投资管理企业年金基金财产净值的 1.2%；投资管理人从当期收取的管理费中，提取 20% 作为企业年金基金投资管理风险准备金，专项用于弥补合同终止时所管理投资组合的企业年金基金当期委托投资资产的投资亏损。
机构	长江养老保险股份有限公司、建信养老金管理有限责任公司、平安养老保险股份有限公司、泰康养老保险股份有限公司、太平养老保险股份有限公司、中国工商银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国人民养老保险有限责任公司、中国人寿养老保险股份有限公司、中国银行股份有限公司、中信信托有限责任公司	长江养老保险股份有限公司、华宝信托有限责任公司、交通银行股份有限公司、建信养老金管理有限责任公司、平安养老保险股份有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司、泰康养老保险股份有限公司、太平养老保险股份有限公司、新华养老保险股份有限公司、中国光大银行股份有限公司、中国工商银行股份有限公司、中国民生银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国人民养老保险有限责任公司、中国人寿养老保险股份有限公司、中国银行股份有限公司、招商银行股份有限公司、中信银行股份有限公司	交通银行股份有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司、中国光大银行股份有限公司、中国工商银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、中国民生银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、招商银行股份有限公司、中信银行股份有限公司	博时基金管理有限公司、长江养老保险股份有限公司、富国基金管理有限公司、国泰基金管理有限公司、工银瑞信基金管理有限公司、海富通基金管理有限公司、华泰资产管理有限公司、华夏基金管理有限公司、嘉实基金管理有限公司、建信养老金管理有限责任公司、南方基金管理股份有限公司、平安养老保险股份有限公司、泰康资产管理有限责任公司、太平养老保险股份有限公司、新华养老保险股份有限公司、易方达基金管理有限公司、银华基金管理股份有限公司、中国国际金融股份有限公司、中国人民养老保险有限责任公司、中国人寿养老保险股份有限公司、招商基金管理有限公司、中信证券股份有限公司

资料来源：人社部，国信证券经济研究所整理

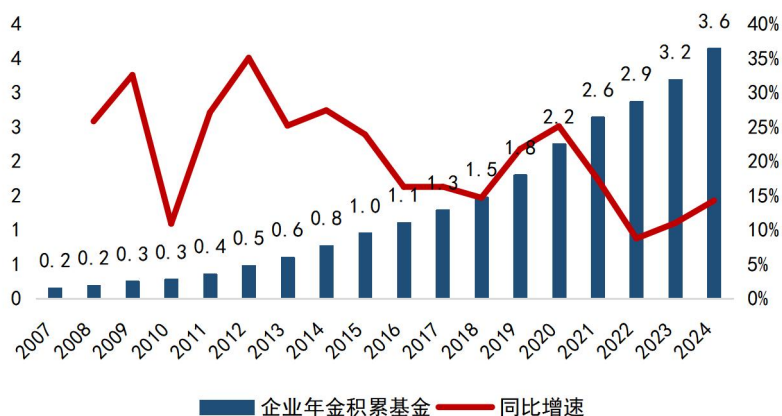
规模与参与结构

(1) 总体规模：规模持续增长，增速同比放缓

企业年金资产规模绝对量持续增长。自 2007 年开始，随着《企业年金基金管理试行办法》的正式实施，以及各类有关企业年金制度政策的不断推出，企业年金的市场化运营格局逐渐稳定。2007 年至 2023 年间，企业年金积累基金规模快速扩张，从 2007 年不足 0.5 万亿元，增长至 2024 年的 3.64 万亿元水平，实现了近十

倍的增长。得益于制度红利，2004年《企业年金试行办法》实施后，以大型中央企业、国有金融企业等为代表的“头部企业”集中建立计划，企业年金规模快速攀升。该时期覆盖面横向扩张，企业年金积累基金同比增速多次超过30%。2021年以来，受疫情等因素影响，企业年金同比增速呈现出明显的趋势性放缓。2023至2024年，同比增速已回落至10%至15%的区间。

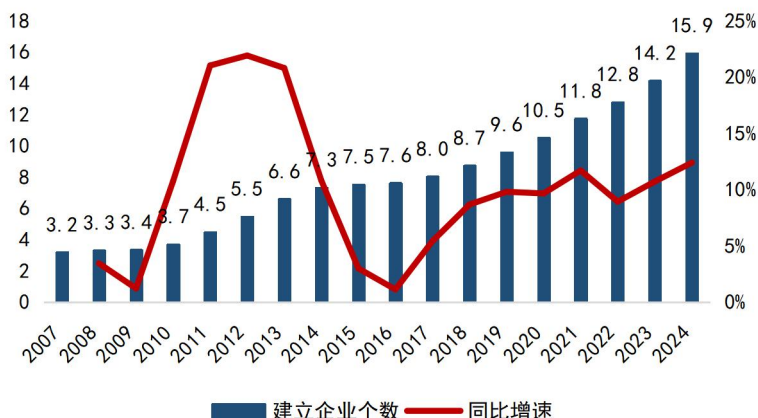
图4：2007-2024年企业年金积累基金规模及同比增速（单位：万亿元，%）



资料来源：Choice，人社部，国信证券经济研究所整理

企业年金覆盖面扩张受限，参与积极性逐渐消退。根据人社部公开数据显示，建立企业年金的企业数量在2014年达到约7.33万户后，同比增速迅速下降至2016年的1.12%水平。2017年后，建立企业个数增速逐步回升，但在2020年后增速基本稳定。参与职工人数方面，从2007年929万人增长至2024年的约3241.84万人，绝对量虽在上升，但增长趋势已明显平坦化。其中，参加职工人数占城镇职工基本养老保险参保人数的比率基本维持在5%-6%之间，企业年金的渗透率较基本养老保险制度较低。

图5：2007-2024年建立企业年金的企业个数及同比增速（单位：万户，%）



资料来源：Choice，人社部，国信证券经济研究所整理

图6: 企业年金参与职工人数及占城镇职工基本养老保险参保人数的比例 (单位: 万人, %)



资料来源: Choice, 人社部, 国信证券经济研究所整理

企业年金面临“存量固化”与“增量匮乏”的结构性困境。随着符合条件、有动力建立年金的大型国有企业基本完成覆盖,制度的第一波红利基本释放完毕。增长动力从“开拓新增”转向“存量积累”,即依赖于已参保企业和职工缴费及其投资收益的滚动积累。然而,企业年金的覆盖范围难以向数量庞大、生存压力大的中小企业有效拓展,导致新增参保企业和职工数量有限,无法支撑增速维持在原有高位。企业年金积累基金的增速疲软与职工渗透率的停滞共同指向了同一结论,即民营企业、中小微企业未能有效接棒成为第二增长曲线。对于绝大多数民营企业而言,建立年金面临两大核心障碍。第一是经济成本压力。在宏观经济未出现重大向好表现、经营成本较高的背景下,额外的年金缴费对企业而言是一笔额外支出;第二是制度激励不足。现有的税收优惠政策对利润率不高的中小民营企业吸引力有限,且建立和运营企业年金的流程相对复杂,导致其自愿建立的意愿较低。

展望后续,我们认为随着政策端的持续发力,我国企业年金覆盖面有望持续拓宽,以中小企业为代表机构是提升我国企业年金参与度的重点。当前,我国政策层面已明确提出支持中小微企业参加企业年金集合计划,通过这种方式降低中小企业参与门槛和管理成本。各地也在探索通过低标准起步、逐步提高的弹性缴费机制,以及开发简易年金计划,使中小企业能够根据自身经营状况灵活参与。未来,随着园区年金、人才年金等创新模式的推广,中小会企业建立企业年金的积极性将进一步提高。**我们预计截至 2028 年末,我国企业年金规模或将达 6.4 万亿元。2025 年至 2028 年,我们预计企业年金累计基金规模、建立企业个数及参加职工人数平均同比增速分别为 15.1%、13.6%、6.5%。**

表6: 我国企业年金规模测算 (单位: 万亿元, %)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
企业年金积累基金 (万亿元)	1.48	1.80	2.25	2.64	2.87	3.19	3.64	4.17	4.80	5.54	6.40
同比增速	14.7%	21.8%	25.1%	17.4%	8.8%	11.0%	14.3%	14.5%	15.0%	15.5%	15.5%
建立企业个数 (万亿元)	8.74	9.60	10.52	11.75	12.80	14.17	15.93	18.00	20.43	23.29	26.55
同比增速	8.7%	9.8%	9.7%	11.7%	8.9%	10.7%	12.4%	13.0%	13.5%	14.0%	14.0%
参加职工人数 (万亿元)	2388	2548	2718	2875	3010	3144	3242	3446	3670	3909	4163
同比增速	5.7%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.1%	6.3%	6.5%	6.5%	6.5%

资料来源: Choice, 人社部, 国信证券经济研究所整理及预测

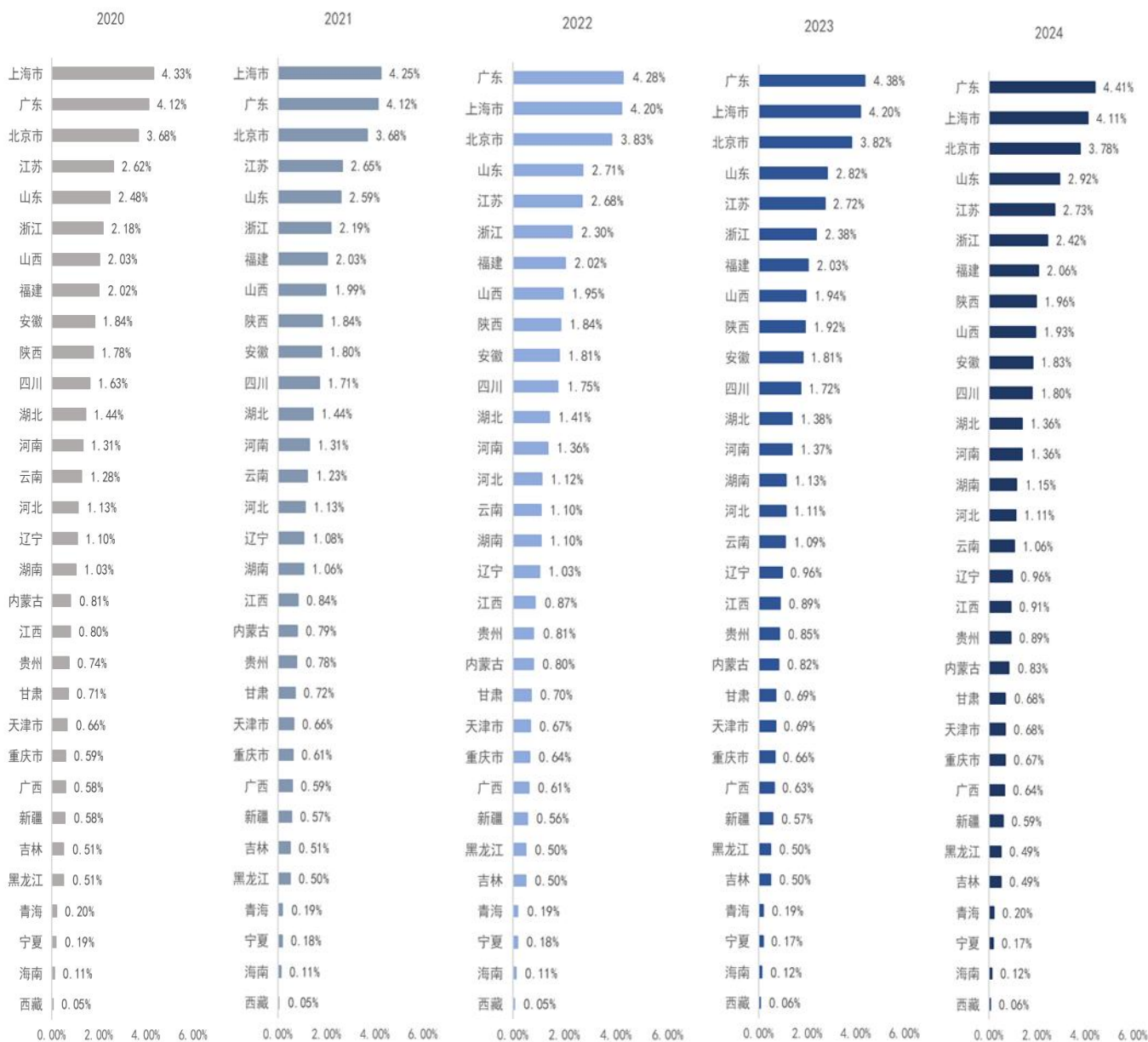
（2）行业分布：集中在金融、能源、电信等国有及大型企业的现状

我国建立企业年金的企业具有明显的行业集中度，主要集中在大型国有企业、金融行业、能源行业、交通行业以及部分高技术行业。国有企业是企业年金的主要建立者，尤其是垄断性行业如电力、石油、烟草、铁路和电信等。这些行业因盈利能力强和政策支持，更倾向于提供企业年金作为员工福利。金融行业是企业年金覆盖率较高的领域，2022年金融业企业年金基金规模达4500亿元，约占总规模的22.5%。能源行业和交通行业也是建立企业年金的主要行业。这些行业因高利润和人才需求，将年金作为薪酬福利的重要组成部分。

（3）地域分布：经济发达地区参与度更高

企业年金在各备案地的资产金额呈现明显的区域异质性，东部经济发达地区参与度更高。不考虑在人社部备案的单一计划，过去五年中国企业年金资产的地区分布呈现出高度稳定且层次分明的“三强鼎立”格局。东部地区经济发达省份（直辖市）广东、上海、北京持续稳居全国前三，三省市企业年金资产金额占全国总额的比率始终保持在12%以上，为第一梯队。其中，广东省在2021年被上海短暂超越后，自2022年起实现三连升，于2024年以4.41%的占比稳固了其榜首地位，展现出极强的增长韧性。山东、江苏、浙江、福建四省构成了坚实的第二梯队。四省的共同特点是占比持续稳定，且均有小幅提升。其中，山东省上升势头最为明显，从2020年的2.48%稳步增长至2024年的2.92%。第三梯队以山西、陕西、安徽、四川等为代表，多为中西部地区的经济大省或资源大省。该梯队内部排名有所波动，但整体份额变化不大。第四梯队涵盖了东北、西北及部分西南省份，其中西藏、海南、青海、宁夏常年位居末位，与头部省份存在数十倍的差距。

图7：2020-2024年各省（直辖市）企业年金资产金额占全国总额的百分比（单位：%）

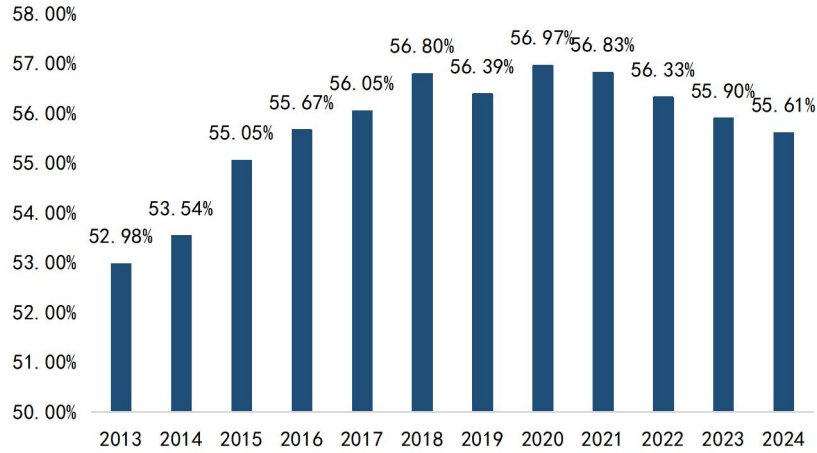


资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理。注：单一计划以计划登记号（备案地）划分，集合计划以企业注册地划分；2024年，人力资源社会保障部积极推动年金基金管理机构开展数据治理，部分省份数据进行了修正。

企业年金的区域异质性与各地区经济结构、企业性质等因素有关。第一梯队的粤、沪、京与第二梯队的苏、浙、鲁、闽是我国经济活跃程度、GDP总量领先的区域。庞大的经济体量孕育更多有实力建立年金的大型企业。除经济发展程度之外，企业所有制结构也是关键因素。企业年金的参与主体是国有企业，北京是绝大多数央企总部的所在地，上海则有众多金融央企和地方国企重镇，广东、山东、江苏等拥有大量省属国企和中央企业分支机构，这些地区的国企密度和质量直接决定了其年金资产的规模。山西省虽然GDP总量在全国范围内并不领先，但得益于其煤炭、电力等资源型国有企业的强大实力，使得山西这一经济体量不大的省份，成为了企业年金的高地。反而，浙江作为民营经济高度发达的省份，其年金占比

虽位居前列，但与其实力相比仍存潜力，这正反映了民营企业建立年金意愿普遍偏低的现实。

图8: 2013-2024 年人力资源社会保障部企业年金资产金额占全国总额的百分比 (单位: %)



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理。注: 人力资源社会保障部为统计在人社部备案的单一计划, 各省(区、市)统计在该地备案的单一计划及参加集合计划的当地企业。

人社部备案的单一计划在企业年金体系中的主导地位相对稳定。根据《企业年金办法》第九条的规定, 中央所属企业的企业年金方案, 需要报送人力资源社会保障部备案; 除了中央企业, 业务范围跨省(自治区、直辖市)的企业, 其企业年金方案同样需要报送至其总部所在地的省级人民政府人力资源社会保障行政部门。2024年, 在人社部备案的单一计划资产占全国企业年金资产总额的比例达到55.61%, 近年来基本维持在50%以上。在人社部备案的单一计划, 主要来自中央企业、大型金融保险机构等资产规模庞大、员工人数众多的企业。而2020年之后, 占比呈现小幅下降趋势预示着集合计划和其他类型计划的快速发展。

(4) 企业类型: 央企、地方国企与民营企业的参与差异

参与建立企业年金的企业主要由中央企业、地方国企构成, 民营企业占比较小。央企具有稳定的盈利能力和雄厚的资本为缴费提供坚实的保障, 并且将企业年金作为全面薪酬包的关键部分, 用于吸引人才。另外, 央企通常被要求在企业福利保障方面发挥示范作用, 因此长期以来承担着企业年金参与主力军的责任。地方国有企业在政策跟随与区域引导的作用下, 成为企业年金制度的重要组成部分, 尤其是在能源、交通等高效益行业内的国企。民营企业目前仍然是企业年金的覆盖短板。部分中小型民营企业因面临较高的经济成本和运营压力, 并且传统单一计划年金的设立和管理流程相对复杂, 因此其企业年金覆盖程度较低。近年来, 集合计划的发展降低了单个企业建立企业年金的门槛和运营成本, 为中小型民营企业提供新解决思路。

职业年金篇：崛起的制度性力量

制度背景与核心特征

职业年金制度的确立破解了养老“双轨制”。在2015年改革之前，中国实行的是养老“双轨制”，企业职工缴纳养老保险并享受基本养老金，机关事业单位人员则无需缴费，退休后领取由财政支付的退休金，其替代率远高于企业职工。传统的“双轨制”造成了严重的社会不公，并阻碍了人才在体制内外的正常流动。2008年3月，国务院发布《事业单位工作人员养老保险制度改革试点方案》，确定在山西、上海、浙江、广东、重庆5省市先期开展试点工作，规定养老保险费用由单位和个人共同负担，退休待遇与缴费相联系，基金逐步实行省级统筹，职业年金制度进入试点阶段。2015年1月，国务院发布《关于机关事业单位工作人员养老保险制度改革的决定》，正式确定职业年金制度。在推进养老金并轨改革，将机关事业单位人员也纳入缴费型的基本养老保险体系的过程中，如何确保机关事业单位人员的总体养老待遇水平实现平滑衔接，从而维系改革的顺利推进与社会公平的合法性基础。国务院于2015年3月份发布的《关于印发〈机关事业单位职业年金办法〉的通知》对此提供“解决方案”。办法规定职业年金为一种强制性的补充养老保险，与基本养老保险同步建立，共同构成了“基本养老+职业年金”的新双层体系，确保了改革后机关事业单位人员的养老金替代率能与改革前大致持平，从而极大地降低改革的阻力，使这场涉及三千万人的重大改革得以平稳推进。2016年9月发布的《职业年金基金管理暂行办法》为职业年金的规范化管理和市场化投资运营提供了关键的政策依据，确定职业年金基金的委托人、代理人、受托人、托管人以及投资管理人五类参与主体的管理职责，详细规定基金运营模式，对我国养老保障体系的完善具有重要意义。

职业年金和企业年金虽同属于补充养老保险制度，但由于制度性质、资金来源与责任主体的不同，使两者存在部分差异。职业年金主要适用于机关事业单位及其编制内工作人员，而企业年金主要适用于参加企业职工基本养老保险的各类用人单位及其职工。职业年金基金采用省级集中委托投资运营的方式管理，统一程度较高。企业年金由用人单位和职工一方通过集体协商确定，而后制定企业年金方案，根据实际情况建立企业年金计划，具有一定灵活性。

表7: 职业年金与企业年金性质对比

维度	职业年金	企业年金
强制性	强制性制度	自愿建立的福利
统筹层级	省级集中统筹	企业级分散管理
缴费与待遇标准	国家统一标准	企业自主决定

资料来源：人社部，国信证券经济研究所整理

强制性方面，《机关事业单位职业年金办法》（国办发〔2015〕18号）中明确职业年金是机关事业单位养老保险制度改革的重要组成部分，机关事业单位在参加基本养老保险的基础上，应当为其工作人员建立职业年金。因此，职业年金是机关事业单位养老保险制度改革的法定组成部分和配套措施，具有强制性特点。企业年金是企业及其职工在依法参加基本养老保险的基础上自主决定是否建立，是自愿建立的福利制度。统筹层级方面，职业年金基金采取集中委托投资运营的方式进行管理，中央在京国家机关及所属事业单位职业年金基金由中央国家机关事业单位养老保险管理中心集中行使委托职责，各地机关事业单位职业年金基金由省级社会保险经办机构集中行使委托职责。企业年金采取分散化管理模式，每个

建立年金的企业都是一个独立的决策和运营单位。企业自行选择受托人，并制定自己的年金方案。缴费与待遇标准层面，职业年金缴费比例全国统一。单位缴纳职业年金费用的比例为本单位工资总额的 8%，个人缴费比例为本人缴费工资的 4%，由单位代扣。待遇计算方式统一，由个人账户积累额决定。统一性确保了同一地区、相同职级和工作年限的工作人员，其职业年金待遇是基本一致和可比的，体现了制度的内部公平性。企业缴费每年不超过本企业职工工资总额的 8%，企业和职工合计不超过 12%，在此范围内，具体缴费比例、分配规则完全由企业通过集体协商自主确定。**职业年金的差异性使得两者虽同属于养老第二支柱，但职业年金以其强制性、高统筹层次和统一标准在实施之后迅速成长，而企业年金则因其自愿性和分散性导致覆盖面狭窄，形成“第二支柱短板”。**

职业年金规模测算

职业年金的缴费规则统一，并且具有强制性，基于此，我们对 2025 年及以后的职业年金缴费金额进行测算。由于机关事业单位的工资水平没有公开数据，机关事业单位包含在“城镇非私营单位”中，我们采用城镇非私营单位就业人员平均工资作为员工缴费基数；以 GDP 增速目标 5% 作为工资增速，计算缴费基数与缴费金额；机关事业单位职业年金的参与人数等于就业人数，由于近年机关事业单位招聘人数有所缩减，假设就业人员增速维持在 1% 的较低水平，并且每三年增速下调为 0.5%；政策规定各参保单位以参保职工上一年度平均工资申报当年养老保险和职业年金缴费基数，因此当年职业年金缴费金额应当以上一年度平均工资水平与当年就业人数进行计算得到。据此推算，2025 年，机关事业单位年缴纳职业年金 7269.86 亿元，其中个人年缴纳 2423.29 亿元，单位年缴纳 4846.57 亿元。

表8: 职业年金规模测算

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
城镇非私营单位就业人员平均工资 (元/年)	120,698	124,110	130,316	136,831	143,673	150,856	158,399	166,319
平均工资增速	5.85%	2.83%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
机关事业单位参与人数 (万人)	4836	4833	4881	4930	4979	5004	5029	5055
机关事业单位就业人数增速	1.92%	-0.06%	1.00%	1.00%	1.00%	0.50%	0.50%	0.50%
职业年金缴费金额 (亿元)	6,617	7,000	7,270	7,710	8,176	8,628	9,105	9,608
其中: 个人缴纳金额	2,206	2,333	2,423	2,570	2,725	2,876	3,035	3,203
单位缴纳金额	4,411	4,667	4,847	5,140	5,451	5,752	6,070	6,405

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理。注: 2024 年 6 月 3 日, 三部门联合发布《全国住房公积金 2023 年报告》, 2023 年国家机关和事业单位实缴公积金人数为 4835.90 万人。2023 年机关事业单位就业人数以实缴公积金人数 4835.90 万人估算; 根据 2025 年 10 月 7 日发布的《中国住房公积金缴存人数 (2012-2024)》数据, 2024 年机关事业单位缴存住房公积金人数为 4833 万人。2024 年机关事业单位就业人数以实缴公积金人数 4833 万人估算。

年金资金投资模式分析

企业年金: 战略与战术的双重驱动

企业年金作为养老第二支柱的核心组成部分, 采用“企业自主决策+市场化委托”的分散投资模式, 投资风格具有多样性。企业年金的投资管理模式为其安全运作提供制度保障, 也成为其能够实现长期稳健收益的重要基础。

(1) 企业年金投资发展历程: 可投资范围逐步放宽

经过多年发展, 我国企业年金投资运作模式及相关政策经历了“由单一到多元”、

“由宽泛到精细化”的发展路径。政策端的核心是在确保基金安全前提之下，通过逐步拓宽投资渠道、丰富资产类别、完善监管框架，引导和推动企业年金投资从保守、僵化的模式，向更加市场化、专业化、精细化的方向演进，以实现基金在长期内的保值与增值，更好地履行其保障承诺。企业年金的投资管理历程大致可以分为三个关键阶段：

1. 第一阶段（2004年-2010年）：企业年金制度“启航”，可投资范围明确。 2004年4月，原劳动和社会保障部联合证监会、银监会、保监会发布的《企业年金基金管理试行办法》，标志着我国企业年金制度的开始。这一阶段政策的核心特征是安全性及稳定性，对投资范围进行较为严格的限定。具体而言，政策对可投资资产范围进行了明确且狭窄的限定，主要集中在流动性资产、固定收益类资产以及权益类资产中的部分资产。同时，监管层设定了刚性的投资比例上限，明确规定投资股票等权益类资产的比例不得超过基金净资产的30%。彼时国内资本市场发展尚不成熟、风险管理工具与经验均较为欠缺的客观环境，相应政策有效规避市场早期剧烈波动可能对基金资产造成的冲击，确保了企业年金制度的稳健运营。然而，其局限性体现在限制了基金获取更高长期回报的能力。

第二阶段（2011年-2019年）：逐步放宽可投资资产范围，创新养老金产品。 进入2011年至2012年的初步探索与有限放宽阶段，政策显现出审慎优化的倾向。修订后的《企业年金基金管理办法》将权益类资产投资比例上限提升至30%，并首次将信托产品、基础设施债权计划等非标资产纳入投资范围，同时对各类新准入资产设置较高的信用门槛与细分比例限制，体现出“放开”与“管住”之间的动态平衡。2013年至2019年，政策进入系统扩容的新阶段。2013年发布的《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》，在投资范围方面实现了对各类金融机构资管产品的全面覆盖，并正式确立“养老金产品”作为企业年金的标准化、工具化配置载体的核心地位。这一创新型投资工具代表年金投资模式从直接持有底层资产向通过配置专业化养老金产品进行间接投资的转变，为投资组合的精细化管理奠定基础。与此同时，监管体系同步强化，对信用评级、流动性管理及信息披露的要求日趋严密，形成了“宏观上拓宽范围，微观上加强规制”的成熟管理范式。

2. 第三阶段（2020年至今）：创新投资工具，精细化投资要求。 自2018年至今，行业发展步入全面市场化与精准监管的新时期。政策层面进一步开放通过港股通投资香港股票的渠道，实现了从境内到境外的地域分散，同时“养老金产品”彻底从归集工具转变为底层配置的核心工具，驱动行业呈现出“产品化、精细化配置”的鲜明趋势。投资管理人通过构建覆盖不同风格与策略的多元化产品线，使年金组合能够更有效地应对市场风格轮动，2024年前三季度权益型、混合型、固收型产品的收益梯队即是有力印证。在监管端，政策持续压实受托机构责任、强化管理人退出机制，并借助科技手段提升事中事后监管效能，构建与市场化深度相匹配的现代化风险防控体系。

表9：企业年金投资政策梳理

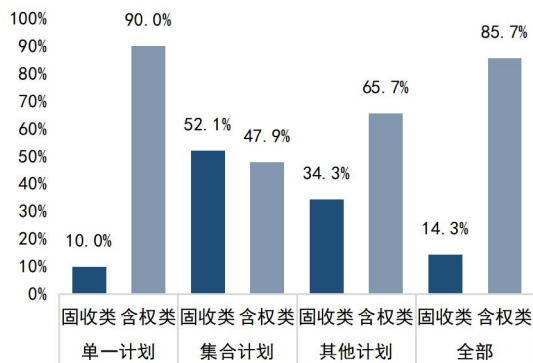
政策名称	时间	可投资市场	可投资资产	投资比例上限要求			核心变化
				流动性资产	固收资产	权益资产	
《企业年金基金管理试行办法》	2004年4月	境内	银行存款、国债和其他具有良好流动性的金融产品，包括短期债券回购、信用等级在投资级以上的金融债和企业债、可转换债、投资性保险产品、证券投资基金、股票等	不低于基金净资产的20%	不高于基金净资产的50%（投资国债的比例不低于基金净资产的20%）	权益类产品及投资性保险产品、股票基金的比例，不高于基金净资产的30%。其中，投资股票的比例不高于基金净资产的20%	明确企业年金可投资范围
《企业年金基金管理办法》	2011年2月	境内	新增中央银行票据、债券回购、万能保险产品、投资连结保险产品短期融资券和中期票据等金融产品	不得低于投资组合企业年金基金财产净值的5%；投资债券正回购的比例不得高于投资组合企业年金基金财产净值的40%	不得高于投资组合企业年金基金财产净值的95%	不得高于投资组合企业年金基金财产净值的30%	1. 放宽可投资资产范围； 2. 提高可投资比例上限
《关于企业年金养老金产品有关问题的通知》	2013年4月	境内	新增商业银行理财产品、信托产品、基础设施债权投资计划、特定资产管理计划、股指期货	-	-	-	1. 非标纳入可投资范围； 2. 创新养老金产品，作为企业年金创新投资工具；
《关于调整年金基金投资范围的通知》	2020年12月	境内+香港市场	境内：新增同业存单、永续债、不动产债权计划、资产支持证券、国债期货等。删除万能险、投连险、商业银行理财产品、特定资产管理计划。 香港市场：通过股票型养老金产品或公开募集证券投资基金，投资内地与香港股票市场交易互联互通机制下允许买卖的香港联合交易所上市股票（简称“港股通标的股票”）。	不得低于投资组合企业年金基金财产净值的5%	不得高于投资组合委托投资资产净值的135%	不得高于投资组合委托投资资产净值的40%。（其中，投资港股通标的产品的比例，不得高于投资组合委托投资资产净值的20%；投资单只股票专项型养老金产品的比例，不得高于投资组合委托投资资产净值的10%）	1. 新增香港市场投资范围； 2. 增减可投资范围

资料来源：人社部，国信证券经济研究所整理

（2）资产配置结构：含权益资产占比较高

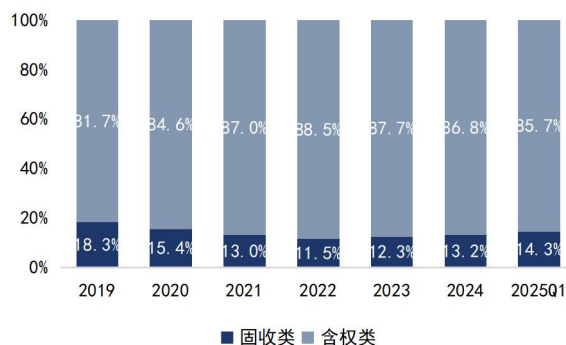
企业年金的资产配置结构充分体现了养老资金的风险收益特征和长期资金属性。从披露的组合类型占比来看，含权益类组合占据绝对主导地位，2015年以来持续保持在85%以上；。这一结构反映了在市场波动中，企业年金倾向于通过承担适度风险以获取长期超额收益的特征。

图9: 2025Q1 企业年金各类投资计划期末资产占比



资料来源: 人社部, 国信证券经济研究所整理

图10: 2019-2025Q1 企业年金基金固收类及含权类资产占比

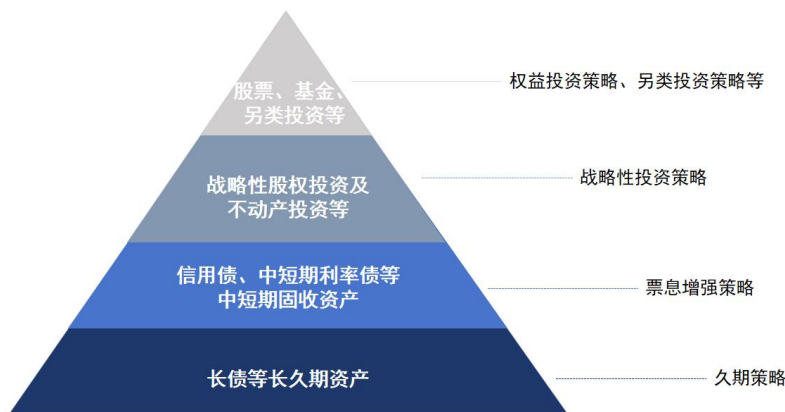


资料来源: 人社部, 国信证券经济研究所整理

然而, “含权益类组合”的高占比并不等同于高比例的股票直接投资。根据《中国养老金发展报告 2024》等相关数据, 企业年金在权益类资产的实际配置比例大致在 10%-15%之间, 远低于政策允许的 40%上限, 表明企业年金在权益资产配置上仍有较大提升空间。这种策略使其在享受股市长期收益的同时, 能有效控制单一市场大幅回撤带来的风险。

回顾企业年金资产配置的演变历程, 可以总结为以下几个趋势。首先, 权益类资产配置空间不断扩大, 从最初 30%的上限提升至 40%, 这为投资管理人提供了更大的资产配置灵活性。其次, 养老金产品的兴起改变了传统的资产配置方式, 自 2013 年监管部门允许发行养老金产品以来, 这类标准化、工具化的配置工具迅速发展, 已成为企业年金资产配置的重要载体。投资管理人通过构建不同风险收益特征的标准化养老金产品, 实现了从“自下而上选个股/个券”到“自上而下配置资产类别”的转变, 提升了投资效率与精细化水平。另一个显著变化是投资范围的持续拓宽。企业年金基金的投资范围逐步扩大至香港市场、优先股、资产支持证券、同业存单、永续债、国债期货等多元化的金融产品和工具, 为企业年金提供了更丰富的资产类别选择。这种投资范围的扩展使得投资管理人能够构建更多元化的投资组合, 通过跨市场、多品种的组合投资来分散风险并提升收益。

图11: 跨周期大类资产配置框架



资料来源: 保险资管业协会, 国信证券经济研究所整理

从资产类别来看，固定收益类资产始终占据主导地位。该类资产主要包括国债、政策性金融债、高等级信用债等，具有收益稳定、风险较低的特点，契合年金资金长期性、稳健性的投资需求。2020 年以来，受利率下行和信用风险上升影响，部分年金计划逐步降低对单一信用债的依赖，转而增加利率债和债券基金的配置，以应对信用风险与市场波动。

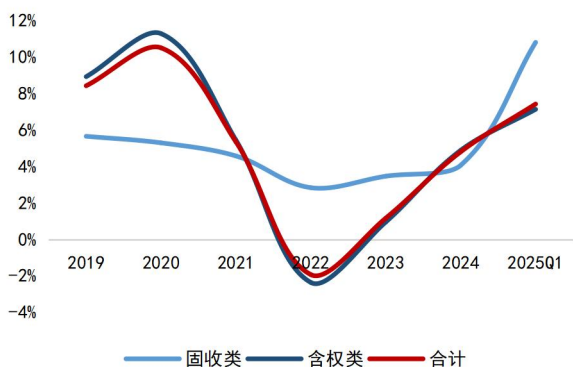
权益类资产方面，近年来配置比例稳中有升。尽管权益市场波动性较大，但在长期资金属性和政策鼓励下，部分大型年金计划逐步提升权益敞口，以获取长期超额收益。特别是在 2021 年及 2023 年市场调整期间，年金管理机构通过高股息、低估值蓝筹、基础设施 REITs 等资产来有效控制回撤，增强组合的收益多样性。

总的来看，企业年金资产配置结构正逐步从“被动防守”向“主动管理”转型，投资管理人通过动态调整各类资产比例，在控制风险的前提下寻求长期稳健增值。未来，随着资本市场深化发展及养老金投资政策持续优化，预计权益类与另类资产配置比例仍有进一步提升空间。

(3) 投资收益表现

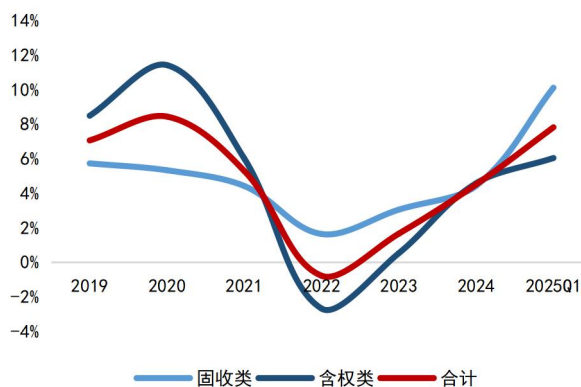
企业年金的投资绩效是衡量其资产管理能力与制度有效性的核心指标。从历史数据来看，企业年金的长期收益较为稳健，体现出较强的保值增值能力，实现养老资金的保值增值核心目标。

图12: 2019-2025Q1 企业年金单一计划投资收益表现



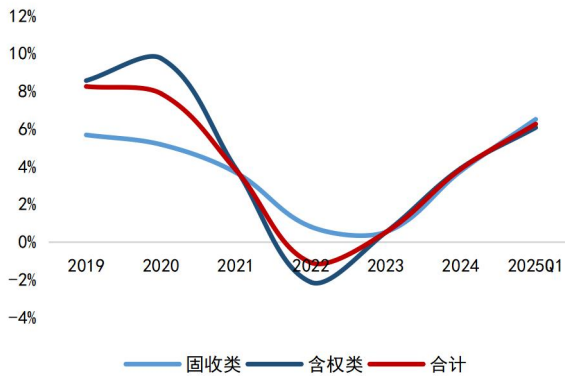
资料来源：人社部，国信证券经济研究所整理

图13: 2019-2025Q1 企业年金集合计划投资收益表现



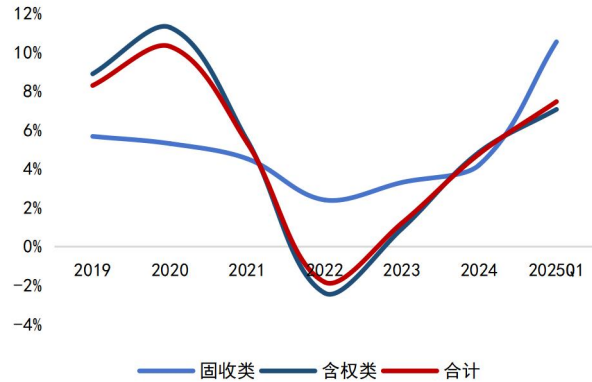
资料来源：人社部，国信证券经济研究所整理

图14: 2019-2025Q1 企业年金其他计划投资收益表现



资料来源: 人社部, 国信证券经济研究所整理

图15: 2019-2025Q1 企业年金各类计划合计投资收益表现



资料来源: 人社部, 国信证券经济研究所整理

根据人社部发布的历年《全国企业年金基金业务数据摘要》，自 2007 年建立统一投资管理制度以来，截至 2023 年末，全国企业年金基金累计投资收益达 1.2 万亿元，年均投资收益率约为 6.26%。其中，2015 年、2017 年、2019 年、2020 年等年份收益率均超过 8%，显示出企业年金较强的收益弹性。企业年金投资表现的另一个突出特点是收益稳定性较高。在 2007-2023 年的 17 年间，企业年金仅有 3 个年份出现负收益，分别为 2008 年的-1.83%、2011 年的-0.78%和 2022 年的-1.83%，其余 14 个年份均实现正回报。

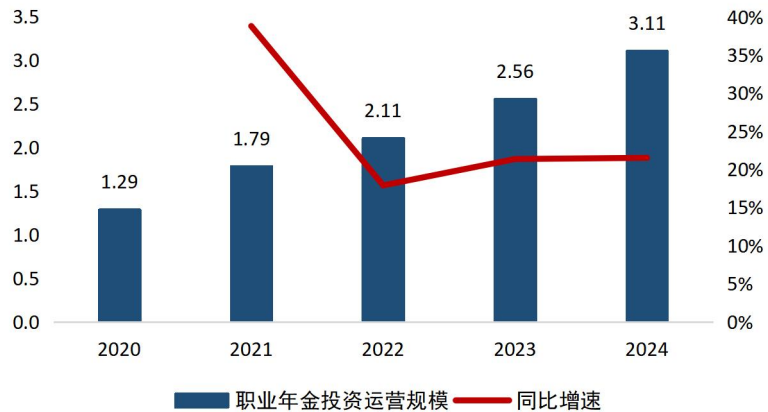
企业年金长期表现优于中债总财富指数的加权组合，展现出显著的竞争优势。这一表现得益于其多元化资产配置、严格风险控制以及专业管理人遴选机制。这种“低波动、稳收益”的特征，是年金投资目标的核心体现。

综上所述，企业年金在长期投资管理中展现出“稳健增值、风险可控”的鲜明特征，其收益表现不仅跑赢了市场基准，也有效实现了养老资金的保值增值目标，为参与职工提供了可靠的第二支柱保障。

职业年金：集约化的投资运作模式

与企业年金的分散决策模式不同，职业年金自诞生之初就确立了“统一委托、集中运营”的投资管理模式。这一模式在保障资金安全、规范运作的同时，也塑造了其独特的投资行为与市场影响力。职业年金的投资运营规模从 2020 年的 1.29 万亿元持续增长至 2024 年的 3.11 万亿元，接近企业年金 3.64 万亿元的规模。同比增速在 2022 年后基本稳定在 20%左右。初期增速源自政策驱动因素，随着机关事业单位参保实现全覆盖，新增缴费人数趋于稳定，依靠新缴费资金的边际贡献持续减弱。规模的进一步增长将越来越依赖于存量资产的投资收益。

图16: 2020-2024 年职业年金投资运营规模及同比增速（单位：万亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

（1）“统一委托投资”模式下的规模化、标准化运作

职业年金的核心运作特点是其高度集中的统一委托投资模式。根据《职业年金基金管理暂行办法》规定，各地职业年金基金由省级社会保险经办机构作为统一代理人，通过统一招标、遴选受托机构和投资管理人的方式进行投资运营。

这种投资模式决定了职业年金规模效应显著，运作机制高度标准化等特点。每个省份内所有机关事业单位人员的职业年金资金被汇集起来，使得职业年金基金与管理人谈判时拥有更强的议价能力，能够有效降低综合管理费率。同时，大规模的资金也便于进行多元化资产配置，降低系统性风险。职业年金运作机制高度标准化体现在各省通常采用“多个受托人+多个投资组合”的标准配置，即选择数家法人受托机构，并由每家受托机构为其配置一个由多个投资管理人管理的、策略不同的投资组合。这形成了“一个计划、多个产品、统一收益率”的格局，便于管理和考核。

（2）风险厌恶型配置下的效率权衡

在“绝对安全”的首要目标下，职业年金的资产配置呈现出典型的风险厌恶型特征。其资产配置结构与企业年金类似，以固定收益类资产为压舱石，但在权益类资产的实际运用上可能更为谨慎。

尽管政策允许的职业年金权益投资比例上限与企业年金相同，但受制于其资金性质和考核机制，实际配置比例通常偏低。

（3）资本市场长期资金的“定盘星”

职业年金因其强制性和稳定的现金流，已成为中国资本市场中长期资金的重要组成部分，其市场影响力日益凸显。职业年金缴费具有强制性和持续性，这部分资金来源不断地进入资本市场，且因为其长期性与低换手率的特性，职业年金倾向于重基本面和价值投资，有助于平抑市场的短期非理性波动。在市场大幅下跌时，其买入行为能起到一定的托底作用。

总体来看，职业年金的投资模式以其统一的省级委托、高度标准化的运作流程和强烈的风险厌恶偏好为核心特征，是一股规模巨大且仍在快速增长的长期力量。职业年金在确保自身安全稳健运营的同时，正日益深刻地影响着中国资本市场的

结构与行为。未来，如何进一步释放其长期资本的潜力，在风险可控的前提下提升投资效率，将是决定其能否更好履行补充养老职责的关键。

养老第二支柱负债端扩张的机遇

1. 扩大参与覆盖面：

当前我国企业年金覆盖率不足 10%，主要集中在国有企业和大型企业，而中小企业因成本压力、流程复杂等问题参与率低。只有进行制度创新，才能有效降低企业与职工的参与门槛。企业将传统的“自愿加入”模式调整为“自动加入、自愿退出”模式可以显著降低企业建立年金的决策门槛。河北省雄安新区已在全国范围内率先推出企业年金自动加入机制，允许企业以“小范围、低比例”起步，为核心人才优先设立年金，再逐步扩大覆盖范围。这种机制将有助于提高员工参与率。不同规模的企业可根据自身实际情况，采取分类推进策略来提高企业年金投保率。对于大型企业，可全面推行自动加入机制；对于中小企业，则可借鉴福建省“由功能区管委会牵头统一发起所属片区人才企业年金计划”的经验，通过区域或行业层面的集合计划降低单个企业的管理负担。

在年金办理制度上，相应政策可以仿照山东省济南市创新推出的“年金驿站”模式进行优化。这一模式通过发挥银行网点经办服务优势，让企业年金政策触达面更广，实现了企业年金服务的就近办、一站办，为中小企业提供了便捷的参与渠道。线上办理制度可以参考四川省在《关于大力发展企业年金的意见》中明确提出的“采用‘互联网+政务服务’模式，利用全省社保信息系统开展网上备案，实现全流程网办”。这种数字化平台的建设可大幅降低企业年金的管理成本和复杂程度，使中小企业也能轻松参与。

2. 改进投资运营模式：

投资环节的优化对企业年金基金的保值增值至关重要。当前我国企业年金基金的实际权益资产配置比例不足 20%，与 40% 的上限还有很大空间。企业年金可通过制度创新提升投资效率，获取超额收益。企业年金或职业年金可以扩大个人选择权，实现差异化投资方案。不同风险偏好的职工可以根据自身年龄、收入状况和风险承受能力选择不同的投资组合。可从短期和长期推动扩大个人选择权：短期按企业员工年龄结构考虑增设临退休人员策略；中长期按照不同风格、风险特征设立多样化策略，由个人根据自身情况自主进行投资选择。

考核机制应从短期化考核逐步转化为长期考核。年金代理人、受托人往往将短期业绩排名作为对年金投资管理人评价的依据并设置较为严苛的回撤惩罚。这导致投资管理人只能通过严格控制权益仓位来满足收益率和波动率要求，不利于进一步提高投资收益。针对这一问题，2025 年 1 月，六部门联合印发的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中明确提出“加快出台企（职）业年金基金三年以上长周期业绩考核指导意见”。长周期考核机制将引导投资管理人更加注重长期价值投资，提高权益资产配置比例，从而提升企业年金的长期收益。

3. 优化支取规则：

支取环节的优化旨在既保障员工养老储蓄的长期积累，又满足特殊情形下的应急需要。为保障员工养老储蓄的长期积累，企业年金或职业年金可以参考美国 401(k) 计划的经验，对非特殊情形下的提前领取行为处以罚息或降低税惠力度，防止随意取用年金资金，保护居民养老储蓄。这种机制一通过经济手段抑制非必要提取，确保企业年金真正实现补充养老的目标。为满足特殊情况下的支取需要，相应政

策可以参考并推广四川省“对身患重大疾病造成生活极度困难或遭受重大自然灾害造成生活极度困难的，可按月、分次或者一次性领取企业年金”的创新制度。这种特殊情形下的提前领取机制增强了制度的人性化关怀。

4. 加强政策实施保障：

养老第二支柱制度的优化需要强有力的实施保障。政府部门可通过部门协同、宣传引导和产品创新，形成推动企业年金发展的合力。政府各部门应做好协同机制，由人力资源社会保障部门牵头，各部门联合负责企业年金发展综合管理工作，加强政策指导，做好备案审查、基金监管等工作为发展养老第二支柱创造良好条件。这种跨部门协作机制能够有效凝聚各方力量，共同推进企业年金发展。政府部门还需完善养老第二支柱的监管体系。监管部门可采取随机抽取检查对象、随机选派执法人员、及时公开检查结果的方式，加强企业年金监管，保障企业和职工合法权益。这种监管方式既规范了企业年金基金管理机构的的行为，又避免了过度干预市场运作。政府部门还可以引导、鼓励金融机构开发适合不同企业需求的年金产品，如针对中小企业的集合年金计划，针对特定人才的专项人才年金计划等。这些创新产品满足了不同群体的差异化需求，扩大了企业年金的覆盖范围。

风险提示

长端利率下行；资本市场收益波动；年金规模增速不及预期等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032