个人养老金四周年：

规模分化 机构竞争跑出新变量

11月25日，个人养老金制度落地将满四周年。近四年间产品货架从四类扩容至五类，基金Y份额从首批129只增至349只、规模从约20亿元升至逾275亿元，逾八成产品自成立以来实现正收益。数据勾勒出清晰的上行曲线。

然而，当中国证券报记者梳理了数百只基金Y份额的规模与业绩数据，并走访多家基金公司养老业务负责人后，一些值得追问的现象浮出水面：头部10家公司管理了77%的规模，仍有超过200只基金Y份额规模不足5000万元；货架越铺越长，“开而不缴、缴而不投”的缴存卡点却未随产品丰富而自然消解。

带着这些现象，中国证券报记者走访了多位基金公司养老业务负责人以及投顾机构负责人，试图拆解货架扩容之后的真实逻辑：规模分化的背后，机构竞争的关键变量已经从“有没有Y份额”的身份标识，转向品牌认知、渠道触达和持续服务能力。在未来，个人养老金破局的关键在于把“选品”这道题从投资者手里接过来，让产品供给与投顾服务补上适配的一环。

● 本报记者 张凌之



视觉中国图片

第三支柱“底座”持续夯实

作为中国养老保险体系“第三支柱”的核心制度安排，个人养老金制度实施近四年来，在产品体系、资金规模等方面出现了若干值得关注的质变信号。

产品体系的最大变化，是“五类”格局的正式成形。2026年6月起，储蓄国债纳入个人养老金可投范围，个人养老金产品由储蓄、理财、保险、基金四类扩展为储蓄、理财、保险、基金、国债五类。

山西证券分析师崔晓雁表示：“五大类产品的风险梯度几乎不重叠，从零风险的储蓄与国债，到低风险的理财与保险，再到中高风险的基金，形成了一条完整的风险收益谱系。”这意味着第三支柱的“货架”不再只是原来的四大品类各自铺量，而是在品类之间建立起可辨识的风险层级。为不同年龄和偏好的投资者提供了“按风险选层、按层选品”的基础结构。

作为个人养老金产品中风险弹性较高、工具属性最强的一类，基金Y份额用近四年时间交出了规模与业绩同步抬升的答卷。中国证监会网站公布的《个人养老金基金名录》显示，截至2026年三季度末，纳入名录的产品数量达349只，Wind数据显示，Y份额合计规模超过275亿元。首批129只产品起步时规模仅约20亿元，近四年间产品数量增至近3倍，规模增长近13倍。

从基金产品谱系看，公募个人养老金产品已形成养老目标日期FOF、目标风险FOF、“固收+”基金、指数与指数增强基金等梯队，风险层级由低到高基本覆盖，为普通居民参与长期养老配置提供了产品基础。

业绩的持续性同样在累积。Wind数据显示，截至2026年11月11日，全市场逾八成个人养老金基金自成立日或Y份额设立日以来收益为正，养老投资“长期持有、复利增值”的逻辑在跨周期的净值曲线中得到了验证。

头部机构拼厚度 中小公司找切口

Wind数据显示，截至2026年三季度末，个人养老金基金管理规模排名前十的公司合计管理213亿元，占全部个人养老金基金的77%。易方达基金、华夏基金和兴证全球基金分别以54.67亿元、29.89亿元和21.87亿元的规模位列前三，三家合计占比38.47%。

头部机构的优势首先体现为齐全的产品线。易方达基金旗下纳入名录的个人养老金产品已达28只，涵盖FOF、ETF联接基金、指数增强和偏债混合型基金等多种类型；华夏基金以23只产品紧随其后；兴证全球虽然仅有7只产品，但凭借养老FOF上积累的长期业绩，单只产品的平均规模明显高于行业水平。

中小基金公司的策略则更依赖切口选择。指数基金2024年末纳入Y份额后，部分中小基金公司以宽基或策略指数产品作为低成本入口，避开在养老FOF上与头部机构正面竞争；2026年9月29日起，首批26只“固收+”基金正式增设个人养老金专属Y类份额，填补了个人养老金产品谱系中长期空缺的“中间档”，具备二级债基管理经验的公募机构又试图在这一品类上建立辨识度。

从规模分布看，分化依然存在。Wind数据显示，截至2026年三季度末，12只个人养老金基金Y份额规模均突破5亿元，但仍有超过200只产品Y份额规模不足5000万元。此外，还有多只个人养老金基金Y份额进入清盘程序。

一位公募基金养老业务负责人坦言：“分化背后，其实是Y份额规模分配逻辑的一次显性化。个人养老金业务起步阶段，‘有没有Y份额’本身就是基金机构参与第三支柱的身份标识；但近四年之后，货架上的产品从首批129只增加到349只，Y份额已经不再构成差异化，真正影响投资者选择的，是品牌认知、渠道触达和持续服务能力。头部机构在年末缴存窗口期，能够把养老FOF、指数Y份额、‘固收+’打包成一套按风险层级排列的选择框架；中小机构如果只是在单一品类上‘有Y份额’，却缺乏把产品特征转化为投资者可理解的选择逻辑的能力，规模爬升的难度就会明显加大。这也意味着，个人养老金产品正在从‘参与即得分’转向‘适配才得分’。”

投顾与工具补上适配一环

个人养老金制度落地取得了良好开局。然而，多家基金公司相关业务负责人认为，当前制度推广仍面临“叫好”“叫座”之间的现实落差，其持续发展亟待破解核心瓶颈。

目前，个人养老金制度最核心的问题在于“开户热”“缴费冷”并存，实际缴费人数和资金规模远低于潜在空间。一家大型基金公司相关业务负责人一针见血地表示：“核心问题还是缴费和投资比例不足。”沪上一家基金公司相关业务负责人认为，这背后既有投资者对制度理解不深的原因，也反映出税收递延政策对中低收入人群吸引力有限的现实。此外，产品同质化、投资者选品难、跨机构服务协同不畅等问题，成为了制度深化发展的拦路虎。

“根据我们的研究，合理使用期权等衍生品对资产组合进行对冲，可以有效降低其波动和回撤。作为客户来说，对产品参与的顾虑之一在于产品净值波动引发的实际亏损，如果能使用更多平滑收益的工具，会使得产品持有体验进一步提升，从而吸引更多客户。”北京某基金公司相关业务负责人表示，在产品管理层面，建议资管机构积极探索多元资产和工具的应用，力求为客户提供更为稳健的持有体验。

上述大型基金公司相关业务负责人表示，公募基金需要进一步优化产品供给，一方面加强产品创新、丰富类型，针对个人养老金的定位，聚焦发展低成本指数基金、多资产策略、抗通胀策略等有助于长期保持购买力的产品线；另一方面由于不同公募养老产品的投资目标和策略依然差异较大，可以考虑自上而下形成更为科学的产品分类和引导，对于同标的、同策略、同目标的产品也做一定程度的精简，使得投资者可以更加有效地寻找符合自身需求的产品。

将个人养老金账户与投顾业务结合也是多位业内人士的期待。盈米基金董事长肖雯认为，管理型投顾通过客户授权代为操作其账户，可以有效改善投资者参与意愿不足、追涨杀跌等非理性行为。因此，在个人养老金业务中引入投顾服务可以进一步促进个人养老金业务的发展。

上述北京某基金公司相关业务负责人表示，应逐步完善养老金融服务体系，推进养老投顾服务的发展。希望资管机构、销售机构都可以积极参与到养老金融服务的实践探索中，发挥各自优势，共同构建养老投顾服务生态。

从“搏收益”转向“控波动” 私募锚定“科技初心”

● 本报记者 王辉

11月上旬，沪上一家中型主观私募创始人陈默（化名）把10月持仓调整图表推到中国证券报记者面前。光模块龙头仓位从13%减到5%，一只国产算力标的从0加到8%。“我们不是在卖科技，而是在换科技。”他说。

10月以来，海外科技资产持续承压，A股科技板块亦经历了阶段性深度调整。然而多家头部主观与量化私募机构并不悲观，股票私募平均仓位仍处于年内相对高位水平，多家私募在主动降仓之后，又于10月下旬陆续将仓位加回。

面对这轮调整，主观与量化私募的操作呈现出哪些分化与共性？他们又是如何在攻守之间锚定“科技初心”？

贝塔风暴下的业绩分化

本轮指数与科技资产调整的力度，从数据端可见一斑。

截至10月30日，量化多头策略指数近一月收益率为-13.94%，主观多头策略指数近一月收益率为-10.7%——这是好买基金研究中心监测到的数据。格上基金研究员蒋睿提供的一份业绩数据显示，10月股票私募产品净值整体快速回撤，科技主题基金跌幅在10%至30%之间。

比回撤本身更值得琢磨的，是两类策略截然不同的“跌法”。“主观多头有仓位调节空间，但持仓相对集中、风格暴露明显，在持仓风格急速调整的市场环境下回撤明显。”蒋睿分析，量化策略则通常高仓位运转，当贝塔与动量因子同时不利时回撤明显，个股分散并未实现风险分散。从节奏上看，主观多头私募产品某些时候的回撤可能又深又急，量化策略回撤相对温和。

“本轮市场回撤高度集中在科技板块，并非全面风险偏好收缩，AI相关产业趋势并未改变，是市场对AI相关公司高估值的收敛效应。”景领投资总经理邹炜进一步拆解为三条线索：海外通胀压力高企、美债长端利率持续高位，从贴现率层面压低科技股估值；海外AI资本开支的融资可持续性受到质疑；前期拥挤筹码集中出清，而企业业绩增速暂未跟上。

在蝶威量化创始人、总经理兼投资总监魏铭三看来，风格切换才是直接触发因素，因子拥挤和流动性变化放大了回撤。“前期科技成长、小市值暴露较高的组合，风格反转时更容易承压。”他认为，量化机构不能仅凭净值回撤就把问题全部归结为管理规模增长太快，还需要拆开来观察行业、风格、选股和交易的细节。

好买基金研究中心研究员蔚立柱表示：“在系统性冲击之下，权益类私募净值的回撤具有天然的合理性。重要之处不在‘是否发生了回撤’，而在于‘回撤幅度是否显著超过可比基准或同类产品’。”

调仓换股的“科技初心”

业绩承压之下，私募早已着手调仓换股。回到陈默的那张持仓表。9月下旬，他察觉到科技板块的成交占比和两融余额都逼近历史极值——那是前一阶段市场情绪较为亢奋的时刻，也是他做“减法”的起点。组合中一只前期涨幅较大的光模块龙头仓位从13%降至5%，同步加仓国产算力链标的和有真实订单验证的端侧AI公司，整体仓位则从九成降至六成。

10月下旬科技板块加速调整时，他又分批买入了市盈率估值回到历史20%分位的某AI应用软件龙头，整体仓位回升至85%。“最悲观的时刻，最贵的筹码往往被错杀。”陈默说。

这种操作并非孤例。多位受访私募人士均表示，本轮调整并未动摇他们对AI科技主线的长期信念，变化的是持仓结构与节奏控制。

“控仓位、转结构、做对冲”是景领投资给出的应对路径——把估值透支、业绩兑现节奏偏慢的标的做减法，将仓位向订单与现金流可验证的公司集中；结构上转向AI应用端和低估值品种；同时用非科技资产做对冲，适度增配红利和内需方向，降低组合整体波动。

世诚投资的投资总监夏骏这样描述其攻守框架：“防守端坚持均衡配置，对冲单一主线暴露，坚守医药、上游资源等非科技方向；进攻端不丢有价值的筹码，重心放在基本面扎实、现金流可验证、筹码结构占优的超跌科技龙头上，等右侧信号而非左侧接飞刀。”

明泽投资创始人马科伟则提示，谨慎看待“美国叙事”的AI，更看好国内AI链与应用落地，包括国产算力、人形机器人、端侧AI等方向。近期该机构保持均衡持仓，科技主线内部布局“低拥挤、有订单验证”的细分方向，同时配置非银金融、战略金属、海运等防御品种。

量化阵营的应对，则更多体现为系统性升级。“自研Agent用于因子提取、代码实现、回测和评判，让更多想法更快接受检验。”魏铭三介绍，蝶威量化的重点是提高迭代质量，组合层面推进端到端研究，结合不同持仓周期的信号，减少对单一风格的依赖。

蒋睿在近期的行业调研中观察到一个共性特征：私募行业的操作正从“搏收益”转向“控波动”，“部分私募‘不降科技，但改结构’——从光模块等拥挤环节转向存储板块、创新药板块；也有私募选择哑铃结构，左手科技，右手防御类资产”。

聚焦客户陪伴与重塑信心

业绩承压的另一面，是客户与渠道心态的真实变化。“客户行为最显著的变化是群体内部的割裂。”蒋睿注意到，新客户赎回相对多，老客户加仓相对多；投资者诉求更专业，更关注归因透明度；渠道近期售后解释成本上升，展业重心由“卖产品”转向“卖配置”。蔚立柱则透露，近期成长风格的私募基金持有人焦虑情绪明显上升，对“AI产业长期趋势”叙事的耐心正在经受考验，“经过一轮快速的调整之后，在当前的市场点位，赎回的压力减少，客户更多是等待为主”。

面对谨慎情绪升温，多家私募选择了“主动发声”。“不事后解释，只事前提示。”夏骏在近期仍然坚持了“在产品月报中亮观点”的传统。在10月份的月报中，其在科技板块明显调整前，就旗帜鲜明地给出“调整可能还没有结束”的判断，并完整披露自有模型测算出的筹码集中度、成交占比等量化读数，让客户看到判断的依据而非结论本身。“客户恐慌源于‘不知道跌到哪里’，把框架和盘托出、把风险讲在前面，本身就是最好的预期管理。”

马科伟的做法，是把本轮调整的成因、组合的应对和后续判断讲清楚，给出有依据的理性判断，减少情绪化解读。他说，预期管理的关键，是让投资者理解“产业周期与估值波动是两件事，短期净值回撤不等于长期逻辑变化”。

量化阵营则更多诉诸“证据式沟通”。“上涨时，要解释收益中有多少来自市场和风格；回撤时，要把原因、风险变化和应对措施说明白。”魏铭三表示，希望客户的判断有依据，不要被短期波动牵着鼻子走。

面对近期的业绩低潮，一位不愿具名的百亿级量化私募负责人亦向中国证券报记者表示，其所在机构着重在售前阐明产品超额收益的来源及在不同市场环境下的表现，售后加强业绩回顾及归因沟通，帮助投资者“不冲在市场高涨时、不减在市场低谷处”。

渠道机构的态度同样趋于理性。蔚立柱透露，他们一般不会主动向私募施加业绩解释压力；对于渠道和投资者而言，本轮回撤最有价值的动作，是“复核自己的产品是否出现了策略漂移或风控失效，如果没有，耐心或比操作更有意义”。

站在当下时点，私募对AI科技主线的共识依然清晰。蔚立柱称：“头部主观私募的核心共识依然是AI产业长期趋势不变，但仍需等待一些市场争议声音的落地。”夏骏判断，剧烈出清之后，好公司“上佳的布局时机”或已悄然接近。私募排排网最新监测显示，截至10月30日，百亿级股票私募平均仓位为83.10%，处于年内相对高位，且已连续两周加仓——头部私募用真金白银进行了投票。

半导体主题ETF上涨 中小盘宽基产品吸金

● 本报记者 张韵

11月12日，A股三大指数回调，创业板指跌超2%。全市场1700余只ETF中，不到一成产品收涨，涨幅大于1%的共20只。半导体（含芯片）主题ETF逆势领涨，并出现明显放量。资金流向方面，前一交易日（11月11日），ETF市场在三大指数集体上涨的背景下净流出超80亿元。主投中小盘的宽基ETF相对“吸金”，多只产品跻身单日净流入额榜单前列。

半导体主题ETF明显放量

11月12日，全市场涨幅前二十位的ETF中，超半数投向半导体板块，且全部涨超1%。从11月以来的表现看，半导体主题ETF同样居于领涨位置。截至12日收盘，当月以来涨幅前十位的ETF全部投向半导体领域，其中8只产品已涨超20%。

当日多只半导体主题ETF成交额显著放大。单日涨超2%的半导体ETF博时，成交额较前一交易日翻倍；半导体设备ETF招商、半导体ETF鹏华、科创芯片ETF广发，成交额较前一交易日增长超过50%。科创半导体ETF华夏成交额高达116.9亿元，较前一交易日增长超30%。

据统计，目前全市场半导体主题ETF近50只，最新规模超过2600亿元，主要跟踪11类指数。其中，跟踪上证科创板芯片设计主题指数的ETF数量最多，达14只；跟踪中证半导体材料设备主题指数的ETF规模最大，5只产品合计规模超过600亿元。

成分股数量方面，上证科创板半导体材料设备主题指数、中证韩交所中韩半导体指数、国证半导体芯片指数均仅有30只成分股，集中度较高；中证全指半导体产品与设备指数成分股最多，达87只。

中小盘宽基获青睐

资金流向方面，前一交易日（11月11日），A股三大指数集体上涨，但ETF全天净流出超过80亿元，股票型基金与债券型基金均出现不同程度净流出。股票型基金净流出超过50亿元，债券型基金净流出超40亿元。

在整体净流出背景下，中小盘宽基ETF逆势吸金。单日净流入前十位的ETF中，此类产品占据半壁江山，覆盖中证1000、中证500、中证2000三类指数；其中3只产品跟踪中证1000指数，合计净流入超过20亿元。

截至11月11日，中证1000ETF南方自11月以来净流入金额超过200亿元，同期全市场累计净流入额居第三位，仅次于沪深300ETF华泰柏瑞、科创50ETF华夏两只大盘宽基产品。

通信方向亦获资金关注。通信ETF国泰单日净流入超10亿元，居全市场首位。11日该基金大涨8%，为涨幅最高的ETF产品。该基金跟踪中证全指通信设备指数，前三大权重股为中际旭创、工业富联、新易盛，权重占比均超10%。

关注市场情绪变化

对于近期表现亮眼的半导体板块，南方基金认为，全球半导体销售额与设备出货数据验证行业景气延续。往后看，若零部件认证与供应链约束缓解、设备订单持续转化为交付与收入，半导体设备产业验证线索或进一步增多；若认证进度、扩产节奏或设备国产化势头不及预期，相关逻辑需重新评估。可重点跟踪设备厂商订单与收入匹配情况、零部件认证进度、晶圆厂资本开支执行及国产设备市场份额变化。

展望后市，信达澳亚基金认为，短期市场连续经历大幅调整，投资者情绪仍偏谨慎，叠加外围因素尚不明朗，市场在一定时期内或维持震荡分化格局。A股经历调整后，风险已较大程度释放，后市具备修复空间，市场企稳震荡阶段，更应保持耐心。市场能否形成反弹，一方面关注稳市资金及增量资金能否带动市场情绪；与此同时，美联储12月加息预期升温等重要变量也需持续关注。

红筹投资认为，随着低利率环境的持续，理性资金将继续流向优质权益资产。红利资产估值修复仍未结束，但是更大的机会或许蕴藏在供给端和需求端的慢变量中，更多优质资产的重估才刚刚开始。在低利率与低预期交织的当下，市场提供的长期风险收益比或比以往更加友好。