



中信证券研究部

核心观点



明明
FICC 首席分析师
S1010517100001



章立聪
资管与利率债首席
分析师
S1010514110002

7月29日，银保监会和人民银行联合发布了《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》（以下简称《通知》），启动特定养老储蓄试点。7月30日，银保监会副主席梁涛表示下一步将研究适时进一步扩大养老理财试点范围，养老第三支柱相关政策密集落地。目前我国养老保障体系现状如何？作为第三支柱核心的个人养老金面临哪些机遇和挑战？将会给资本市场带来哪些影响？本文将进行详细分析。

■ **保障老有所养，第三支柱亟待补位：**2021年我国出生人数和出生率分别为1062万和0.75%，均建国以来新低，老年人抚养比逼近发达国家水平。65岁以上人口占比达到14.2%，超过了联合国深度老龄化社会的标准，叠加出生率不断下滑，未来老龄化进程将愈演愈烈，保障“老有所养”势在必行。目前我国养老保障方面效仿国际做法建立了三支柱体系，截至2021年，第一、二支柱占比达到99%以上，但2020收支缺口达到5428亿元，财政补贴高达9427亿元，压力渐重，亟待第三支柱补位。

■ **他山之石：美、德、日、韩经验借鉴：**2021年美国养老金总额达到39.4万亿美元，以税收优惠、账户转存制度助力第三支柱发展，目前第二、三支柱占比分别为58%和35%；以德国为代表的欧洲大陆传统福利国家中，政府在养老保障体系中承担着大量责任，目前政府每年补贴第一支柱的金额达到GDP的2.5%左右，通过税收优惠和直接补贴并重，推动第三支柱发展，目前已经取得了良好效果；日本与中国同属“东亚文化圈”，其老龄化进程相比中国早三十年左右，长期以第一支柱占据绝对主导，近期通过对各类养老金计划实施了较为细致、严密和灵活的税收政策，第三支柱取得了较快发展；韩国进入老龄化社会时间与我国相近，通过EET和TEE模式的灵活选择和一些细则的不断调整，推动了第三支柱的高速发展。

■ **借鉴海外经验，我国个人养老金面临的机遇与挑战：**个人养老金制度相较于之前的养老金融产品，最大的亮点是由产品制转换为个人账户制，税收优惠与账户绑定，除特殊情况，不可提前支取。近期相关配套政策频出，个人养老金制度已经确定在四川先行试点，个人养老金加速落地趋势明显。但目前纳个税人数较少，或可使用直接补贴政策发挥杠杆效应，扩大个人养老金的参与范围，同时参照日本，可对不同人群抵扣上限进行分档，适当扩大优惠幅度，吸引更多人参与，同时，可参考美、日完善第二、三支柱账户的转存制度，推动个人养老金发展。

■ **个人养老金可投资的养老金融产品全梳理：**银行系：养老理财发展时间仅半年，规模已经达到568亿元，养老储蓄试点即将推出，有望成为最低风险偏好的养老资金最优去处；公募基金系：主要分为目标日期和目标风险基金，截至2022Q1我国养老目标基金资产净值超过1036亿元，参考美国，预计未来我国个人养老金入市后将推动目标基金跨越式发展；保险系：税延型商业养老保险累计保费收入仅6.29亿元，未达预期，个人专属商业养老保险缴费灵活2021年6月开始试点，至2022年4月累计保费收入达9亿元，未来有望持续增长。

■ **养老金融发展对资本市场的影响：**我们测算2035年个人养老金规模或将达到12万亿元，参考美日经验，预计养老金入市将推动我国资本市场繁荣发展。债券类资产仍旧是养老金的第一选择，目前各类养老金融产品中债券类资产比例均在80%左右。未来随着养老金增值需求提升，权益类资产比例或将从目前的20%提高至40%左右，有助于提高A股稳定性，使得权益市场和养老金形成良性互动，相互成就。

目录

保障老有所养，第三支柱亟待补位	6
2021 年我国正式进入深度老龄化社会	6
我国养老三支柱结构失衡，第三支柱亟待补位	7
他山之石：美、德、日、韩经验借鉴	10
美国：以税收优惠、账户转存制度助力第三支柱发展	10
德国：税收优惠和直接补贴并重，推动第三支柱发展	13
日本：第一支柱占据主导，第三支柱近期发展较快	14
韩国：TEE 和 EET 灵活选择，税制不断优化调整推动第三支柱发展	16
借鉴海外经验，我国个人养老金面临的机遇与挑战	18
机遇：以个人账户制和税收优惠为抓手加速落地	18
挑战 1：纳个税人数较少，直接补贴政策或可发挥杠杆效应撬动更多人参与	19
挑战 2：税收优惠幅度有限，缴纳上限或可参照日本进行分档	21
挑战 3：第二、三支柱转存制度并未确立，或可参考美、日完善转存制度	22
个人养老金可投资的养老金融产品全梳理	22
银行系：养老理财风头正盛，养老储蓄蓄势待发	22
公募基金系：养老目标基金率先纳入试点范围	25
保险系：商业养老保险试点情况不佳	27
养老金融发展对资本市场的影响	28
2035 个人养老金规模测算	28
参考美日，养老金入市将推动我国资本市场繁荣发展	30
长钱入市，固收类资产配置比例最高	31
长期来看，权益类资产配置比例或将提高至 40%	32
国内宏观	34
总量数据	34
高频数据	35
通货膨胀：猪肉价格持续下跌，鸡蛋价格小幅上涨，工业品价格大体上行	36
重大事件回顾	38
国际宏观：美国联邦目标基金利率加息 75bps	39
美国方面：	39
欧洲方面：	39
流动性监测：银质押利率与 SHIBOR 利率涨跌互现	39
公开市场操作：流动性净回笼 120 亿元	39
国际金融市场：美股欧股全线上涨	40
美国市场：美股全线上涨	40
欧洲市场：欧股全线上涨	41
债市数据盘点：利率债收益率全面下行	42
一级市场：本周计划发行 6 只利率债	42
二级市场：利率债收益率全面下行	43

插图目录

图 1：我国出生人口和出生率建国以来新低	6
图 2：中国出生率逼近发达国家水平	6
图 3：我国老年人口抚养比逼近发达国家水平	7
图 4：我国老龄人口占比不断破新高	7
图 5：我国 65 岁以上人口占比与发达国家差距越来越小	7
图 6：城乡基本养老保险参与人数变化	8
图 7：第一支柱增速有所放缓	8
图 8：基本养老金已经入不敷出	8
图 9：对财政补贴的依赖日益加深，不可持续	8
图 10：企业年金参与企业和职工数量	9
图 11：第二支柱增速大幅放缓	9
图 12：我国养老三支柱体系规模变化情况	10
图 13：我国养老三支柱体系结构失衡严重	10
图 14：我国养老金替代率不断下降	10
图 15：我国养老金替代率与发达国家相差甚远，甚至低于韩国	10
图 16：美国养老金占 GDP 比重	11
图 17：美国养老第二支柱规模变化情况	11
图 18：IRAs 规模保持高速增长的态势	12
图 19：日本 65 岁以上人口占比和出生率的变化	14
图 20：日本养老第一支柱和第三支柱的变化	15
图 21：韩国 65 岁以上人口占比和出生率的变化	16
图 22：2017 年韩国养老三支柱比例	17
图 23：韩国第一支柱规模变化	17
图 24：韩国国民养老金目标替代率变化	18
图 25：缴纳个税人数测算	20
图 26：城镇居民医保和新农合预期补助标准变化	20
图 27：新农合参保率变化	20
图 28：各国税收收入中个人所得税的占比	21
图 29：CAFF50《中国养老金融调查报告（2021）》关于可阶段性承受不同损失的人数占比	24
图 30：养老目标基金规模变化	25
图 31：美国目标日期基金资金来源中 IRAs 和 DC 计划占 85%	26
图 32：符合条件的养老目标基金不同类别规模占比	26
图 33：基金管理人旗下符合监管要求的养老目标基金规模占比	27
图 34：税延型商业养老保险累计保费收入	28
图 35：各类养老金融产品 2035 年的规模测算	30
图 36：DC 计划和 IRAs 计划持有共同基金规模及比例	30
图 37：日本 iDeCo 计划规模变化	31
图 38：日本 iDeCo 计划资产配置变化	31
图 39：84 只养老目标基金各类型基金配置	32
图 40：84 只养老目标基金穿透后资产配置	32
图 41：2021 年企业年金资产配置比例	32
图 42：美国 DC 计划资金资产配置情况	33

图 43: 美国 IRAs 计划基金资产配置情况.....	33
图 44: 日本 GPIF 目标资产配置比例	33
图 45: 2022 年 4 月韩国 NIP 权益类资产配置比例达到 43.5%.....	33
图 46: 各国 DB/DC 计划资产配置比例	33
图 47: 2022Q1 先锋领航不同目标日期基金的资产配置	34
图 48: 2022 年 5 月富达不同目标日期基金的资产配置	34
图 49: 房地产成交量同比增速.....	35
图 50: 住宅价格环比增速.....	35
图 51: 主要航运指数	36
图 52: CCBFI 同比与出口同比.....	36
图 53: PMI	36
图 54: 发电量及同比增速.....	36
图 55: 三大高频物价指数.....	37
图 56: 商务部农产品价格.....	37
图 57: 猪肉价格	37
图 58: 大宗商品价格	38
图 59: CRB 指数同比领先 PPI 同比.....	38
图 60: 银行间回购加权利率	40
图 61: 银行间回购加权利率周变动	40
图 62: 标普 500 和标普 500 波动率(VIX).....	41
图 63: 美国国债收益率	41
图 64: 欧洲交易所指数	42
图 65: 欧元区公债收益率.....	42
图 66: 利率债发行到期	42
图 67: 国债中标利率与二级市场水平.....	42
图 68: 国开债中标利率与二级市场水平	43
图 69: 进出口债中标利率与二级市场水平	43
图 70: 农发债中标利率与二级市场水平	43
图 71: 主要利率债产品上周变动.....	44
图 72: 银行间国债收益率走势.....	44
图 73: 银行间国债每日变动（相较上周）	44
图 74: 银行间国开行金融债收益率走势	44
图 75: 银行间国开债每日变动（相较上周）	44
图 76: 银行间国开行定存浮息债扯平利率走势	45
图 77: 国开定存浮息债每日变动（相较上周）	45
图 78: 银行间国开行 SHIBOR 浮息债扯平利率	45
图 79: 国开 SHIBOR 浮息债每日变动（相较上周）	45

表格目录

表 1: 美国第二、三支柱转存制度政策梳理.....	12
表 2: 德国养老金体系变化	13
表 3: iDeCo 计划分档情况	16
表 4: 第二支柱个人追缴部分和第三支柱养老金积累型产品税收模式介绍.....	18
表 5: 《意见》主要内容梳理	19

表 6: 有关个人养老金的政策梳理	19
表 7: 中、美、日、韩个人养老金税收优惠测算 (EET 模式, 暂不考虑退休后税收) ..	21
表 8: 成立满 3 个月的养老理财产品梳理	23
表 9: 各养老理财平滑基金设计	24
表 10: 《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》要点	25
表 11: 规模超过十亿的养老目标基金梳理	27
表 12: 个人养老金规模测算	29
表 13: 上周公开市场操作情况	39
表 14: 本周计划发行利率债产品	43

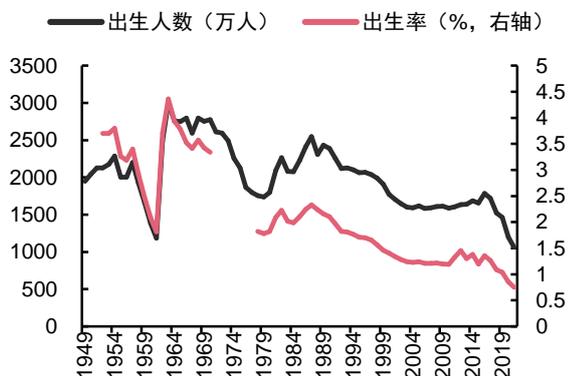
7月29日，银保监会和人民银行联合发布了《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》（以下简称《通知》），启动特定养老储蓄试点。7月30日，银保监会副主席梁涛表示下一步将研究适时进一步扩大养老理财试点范围，养老第三支柱相关政策密集落地。目前我国养老保障体系现状如何？作为第三支柱核心的个人养老金面临哪些机遇和挑战？将会给资本市场带来哪些影响？本文将进行详细分析。

保障老有所养，第三支柱亟待补位

2021年我国正式进入深度老龄化社会

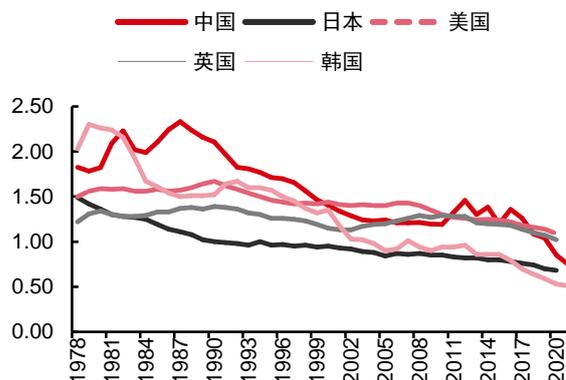
2021年我国出生人数和出生率分别为1062万和0.75%，均建国以来新低，老年人口抚养比达到20.8%，逼近发达国家水平，形势严峻。即便已经全面放宽计划生育政策，2021年我国出生人数也仅为1062万，同比下降12%；出生率仅为0.75%，同比降低10bps，两者均建国以来新低。与发达国家对比来看，我国出生率已经显著低于英美等发达国家，以下降速度来看，即将与日韩持平。老年人口抚养比也呈现出不断上升的趋势，2021年已经达到20.80%，相比2000年增长超过一倍，已经达到美国水平的80%以上，而2020年这一比例仅为53%。

图1：我国出生人口和出生率建国以来新低（万人，%）



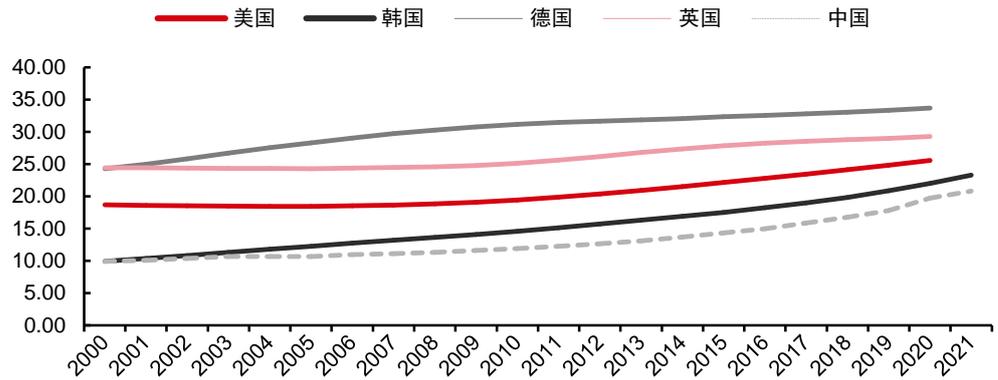
资料来源：Wind，中信证券研究部

图2：中国出生率逼近发达国家水平（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

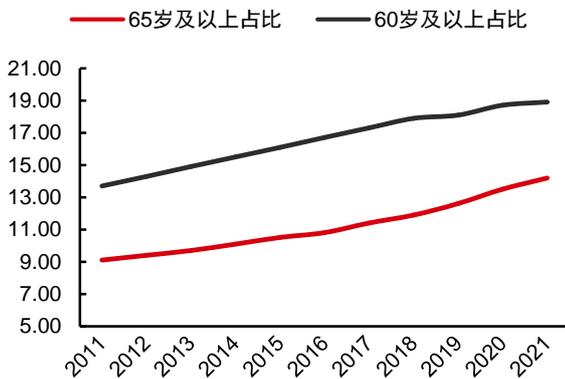
图 3：我国老年人口抚养比逼近发达国家水平（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

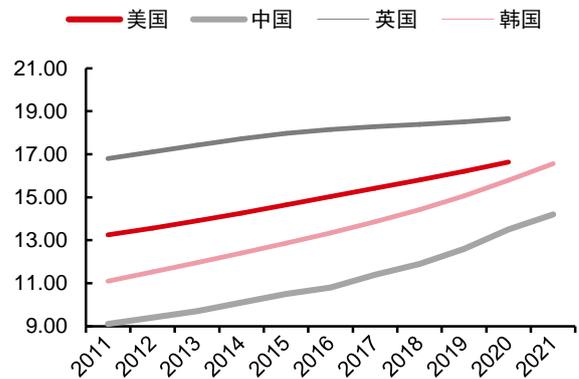
我国 65 岁以上人口占比达到 14.2%，超过了联合国深度老龄化社会的标准，叠加出生率不断下滑，未来老龄化进程将愈演愈烈，保障“老有所养”势在必行。按照联合国标准，一个地区 60 岁以上老人达到总人口的 10%或 65 岁以上老人占总人口的 7%，即该地区视为进入老龄化社会，65 岁以上老人占总人口的 14%就会进入深度老龄化社会。按照标准，我国早在 2000 年即进入老龄化社会，2021 年，我国 65 岁以上人口占比达到 14.2%，正式进入深度老龄化社会，与发达国家的差距越来越小。未来几年随着我国 1962-1975 婴儿潮时期出生的人陆续退休，叠加不断破新低的出生率，我国老龄化进程将愈演愈烈，保障“老有所养”势在必行。

图 4：我国老龄人口占比不断破新高（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：我国 65 岁以上人口占比与发达国家差距越来越小（%）



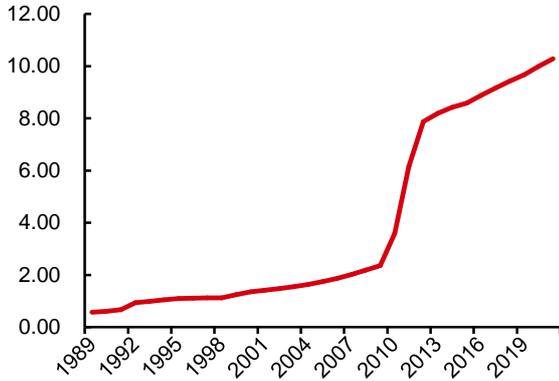
资料来源：Wind，中信证券研究部

我国养老三支柱结构失衡，第三支柱亟待补位

目前我国养老保障方面效仿国际做法建立了三支柱体系，截至 2021 年，第一支柱规模超过 9.11 万亿元，占比达到 67%以上，覆盖人群达到 10.29 亿。我国养老三支柱体系的第一支柱由城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险为主体，2021 年覆盖人群达到 10.29 亿，规模达到 6.4 万亿元；社保基金作为补充，用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的调剂。全国社保基金由中央财政预算拨款、国有资本划转、基金

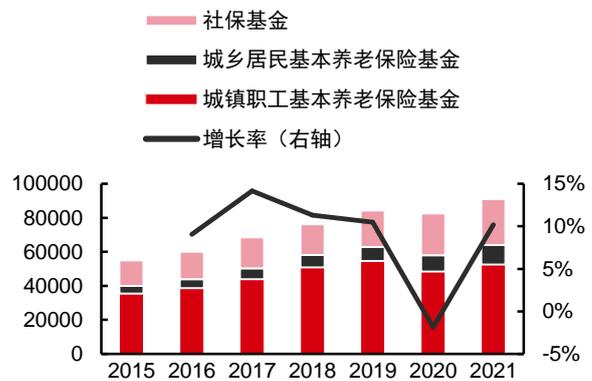
投资收益和以国务院批准的其他方式筹集的资金构成，2020 年规模达到 2.46 万亿元，2015-2020 年度复合增长率为 10.27%，若按此增长率推测，预计 2021 年社保基金规模可达到 2.71 万亿元。2021 年，预计第一支柱总规模可达到 9.11 万亿元，占三支柱总规模达的比例达到 67%以上。

图 6：城乡基本养老保险参与人数变化（亿人）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：第一支柱增速有所放缓（亿元，%）



资料来源：Wind，人社部，中信证券研究部 注：2021 年社保基金规模为中信证券研究部测算数据

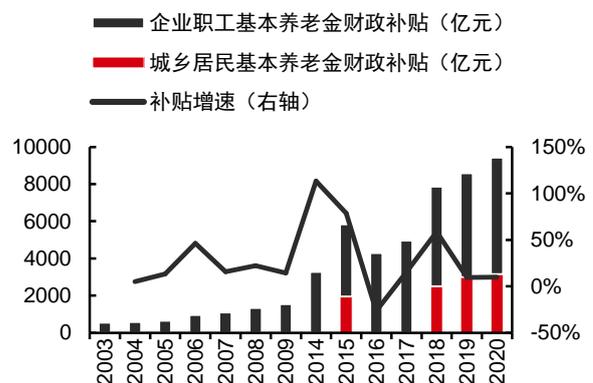
我国基本养老金采用现收现付制，近年来收入增速不断放缓且开始低于其支出增速，2020 年缺口达到 5428 亿元，财政补贴高达 9427 亿元，在老龄化越发严重的情况下，亟待第三支柱补位。2019 年，我国基本养老保险收入增速大幅放缓至 4%，同比下降 14 个百分点，2020 年，受到疫情影响，我国基本养老保险收入同比下降 14%至 4.92 万亿元，支出为 5.47 万亿元，缺口高达 5428 亿元。对财政补贴的依赖也日渐加深，2020 年，财政对基本养老金补贴达到 9427 亿元，同比增长 10%。长此以往，财政负担将越来越重，因此急需借鉴海外成功经验，通过税收优惠和市场化的投资管理，大力发展第三支柱。

图 8：基本养老金已经入不敷出（亿元，%）



资料来源：Wind，人社部，中信证券研究部

图 9：对财政补贴的依赖日益加深，不可持续（亿元，%）

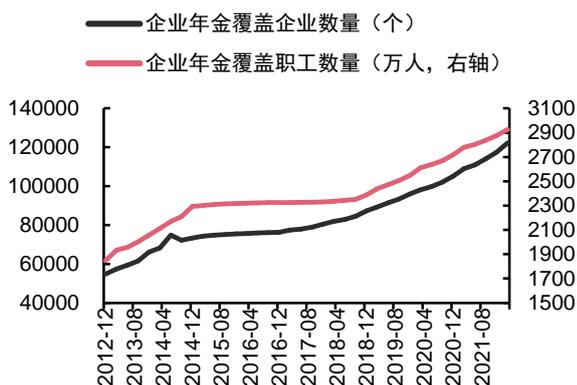


资料来源：Wind，人社部，中信证券研究部

第二支柱规模达到 4.4 万亿元，占比 32%，但覆盖人群不到第一支柱的 6%，且未来增长空间有限，难以支撑我国养老保障的重任。第二支柱包括职业年金和企业年金计划，

目前职业年金一般仅机关事业单位员工享有，2019 年开始启动投资运营，2019 年 5 月覆盖人群仅 2970 万，在机关事业单位工作人员中占比超过 80%，2021 年规模达到 1.79 万亿元，未来增长空间有限。企业年金由于对企业有较大负担，且不强制要求，所以一般只有大型企业建立，2021 年覆盖企业数量仅 11.75 万，覆盖人群仅 2875 万，资金规模达到 2.61 万亿元，同比增长 16.02%，增速大幅放缓。第二支柱总规模 2021 年底达到 4.4 万亿元，占三支柱总规模的比例达到 32%。

图 10：企业年金参与企业和职工数量（个，万人）



资料来源：人社部，Wind，中信证券研究部

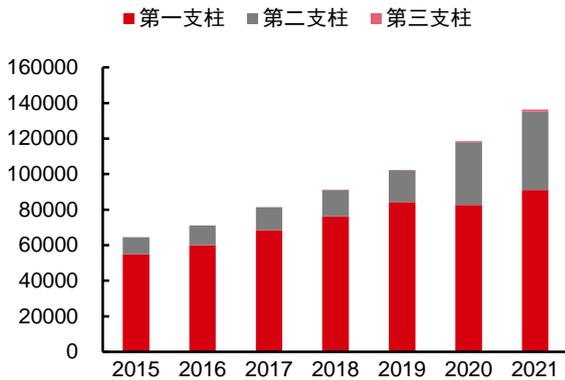
图 11：第二支柱增速大幅放缓（亿元，%）



资料来源：人社部（职业年金仅公布近 2 年数据），Wind，中信证券研究部

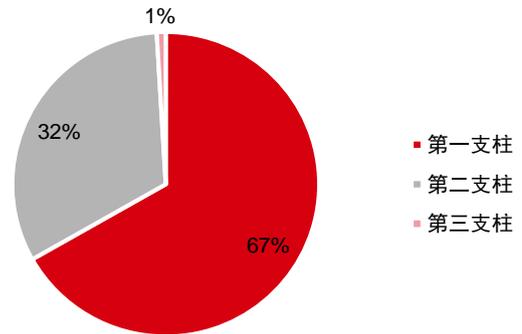
2021 年底，第三支柱规模仅为 1285 亿元，占比不到 1%，总体而言，我国养老保障过于依赖第一支柱，结构失衡严重，同时养老替代率不断降低，远低于发达国家水平，未来必须大力发展第三支柱，保障“老有所养”。第三支柱是在国际上为个人养老金计划，由劳动者根据自身的经济能力自主决定是否设立，其目的多为追求更优的养老生活保障。预计我国养老第三支柱也将以个人养老金为串联，囊括个人养老保险、养老目标基金、养老信托、养老理财和养老储蓄等，但目前发展处于起步阶段，2021 年底总规模仅为 1285 亿元，占比不到 1%。总体而言，当前我国养老保障过于依赖第一支柱，结构失衡严重，同时养老金替代率不断降低，2021 年仅为 34%，远低于美国，甚至低于韩国的 35%。未来必须大力发展第三支柱，保障“老有所养”，目前个人养老金加速落地趋势已现，第三支柱养老金融产品或将乘势腾飞。

图 12: 我国养老三支柱体系规模变化情况 (亿元)



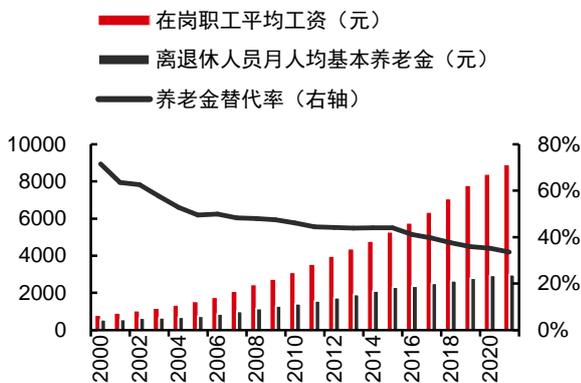
资料来源: 人社部, Wind, 中信证券研究部

图 13: 我国养老三支柱体系结构失衡严重



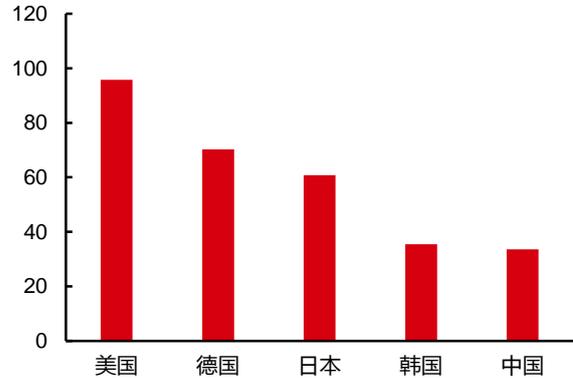
资料来源: 人社部, Wind, 中信证券研究部

图 14: 我国养老金替代率不断下降 (元, %)



资料来源: Wind, 人社部, 中信证券研究部

图 15: 我国养老金替代率与发达国家相差甚远, 甚至低于韩国 (%)



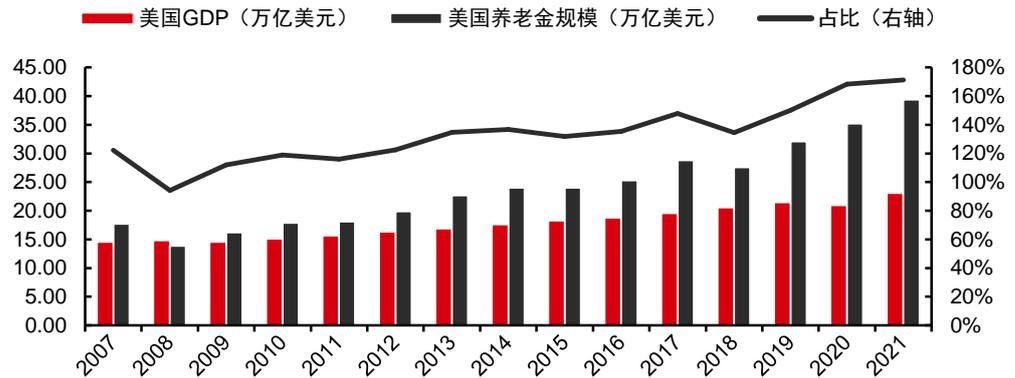
资料来源: OECD, 中信证券研究部

他山之石: 美、德、日、韩经验借鉴

美国: 以税收优惠、账户转存制度助力第三支柱发展

2021 年美国养老金总额达到 39.4 万亿美元, 占 GDP 比重达到 171%, 而中国这一数字仅为 12%。美国 1940s 就进入了老龄化社会, 比我国提早 60 年左右。美国养老金制度发展时间较长, 目前形成了较为完善的体系。美国养老第一支柱作为兜底计划, 占比极小, 主要以第二、三支柱为主支撑美国的养老保障体系。

图 16: 美国养老金占 GDP 比重 (万亿美元, %)

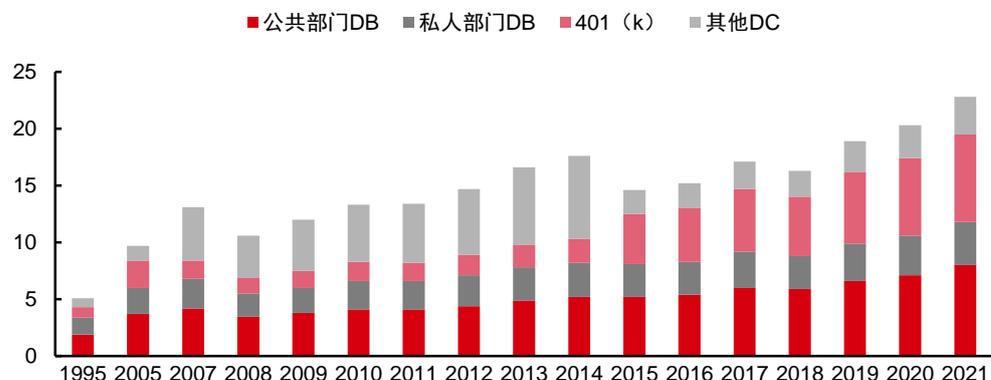


资料来源: ICI, Wind, 中信证券研究部

美国养老金第一支柱为联邦社保基金 (OASDI 计划), 2021 年规模仅为 2.6 万亿美元, 占比仅 7%。美国养老金第一支柱为联邦社保基金, 是美国养老体系的基石, 全称为“老年、遗属及残障保险计划” (OASDI 计划), 目前覆盖了美国约 96% 的劳动人口, 与我国类似, 以社会保障的形式进行强制征收, 雇员和雇主分别按照工资薪金总额的 6.2% 缴纳, 当资金收不抵支时, 财政需要承担兜底责任。OASDI 计划规模增长缓慢, 2021 年规模仅为 2.6 万亿美元, 占比仅为 7%。

第二支柱为雇主发起式退休金计划, 2021 年规模达到 22.8 万亿美元, 占比高达 58%, 分为待遇确定性 (DB) 计划和缴费确定性 (DC) 计划两种, DC 计划中的 401 (K) 规模最大, 达到 7.7 万亿美元。第二支柱非强制, 通常采用税收优惠和税收递延政策激励雇主和雇员参与。其中, DB 计划规模为 11.8 万亿美元, DC 计划规模为 11 万亿美元。DC 计划中根据实施对象不同分为 401 (K) (针对公司雇员)、403 (B) (针对教育和非盈利部门雇员)、457 (针对州政府和地方政府雇员) 和 TSP 计划 (针对联邦政府雇员), 其中 401 (K) 资金占比最高, 由 1994 年的 49% 提升至 2021 年的 70%, 规模达到 7.7 万亿美元, 是 DC 计划的主体。其税收优惠体现在两个层面上: 雇主为雇员缴纳养老金时, 缴费能够在税前扣除; 雇员可以选择延迟缴税, 且对于退休账户内的增值部分都免缴资本增值税。

图 17: 美国养老第二支柱规模变化情况 (万亿美元)

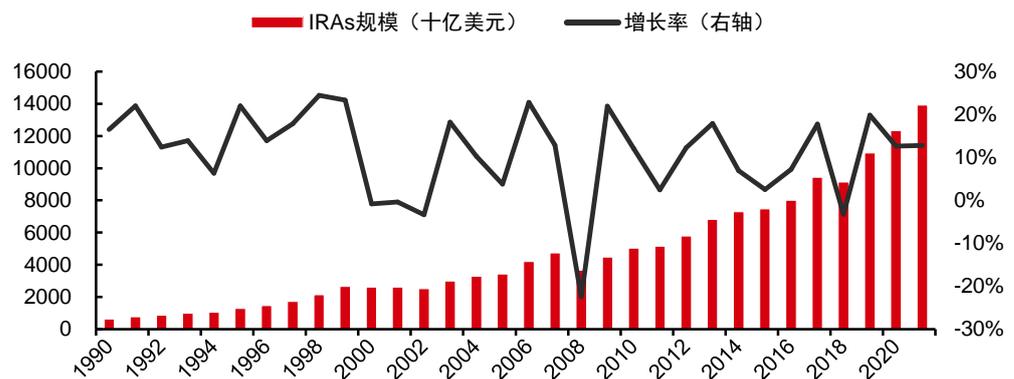


资料来源: ICI, 中信证券研究部

第三支柱主要为个人退休金账户（IRAs），2021 年规模达到 13.69 万亿美元，占比达到 35%。IRAs 是美国联邦政府提供税收优惠、个人自愿参与的个人补充养老金计划。相比于雇主发起的养老计划，IRAs 具有更高的灵活性，投资标的相对 401(k) 有更多的选择，与普通证券投资账户类似。IRAs 和 401(k) 根据交税时间，都分为传统型（EET）和罗斯型（TEE）两种。传统型是在存入时一定额度内，个人可以享受在当年纳税收入计算时税前扣除，存入账户内进行投资的资金也可以享受延期纳税，最后当个人到达法定年龄支取资金时才需要缴纳所得税，而罗斯型则相反，在存入时不能享受当期税前扣除优惠，并且账户内投资收益依然免税，但提取本金收益之时可以无需缴纳收入税。

IRAs 账户可接受第二支柱转账，转账资金占 RIAs 资金来源近 90%，推动了第三支柱快速发展。据美国社会保障管理局的统计，2020 年美国社会保障体系覆盖 1.8 亿就业人员，其中 68% 开展了各种形式的养老储蓄，决定美国民众参与养老储蓄的核心因素是所在单位是否提供养老金计划，单位不提供第二支柱养老金计划的就业人员中，仅有 17% 开展了个人养老金计划，因此，第二、三支柱间的转存制度对于美国个人养老金发展至关重要。

图 18：IRAs 规模保持高速增长的态势（十亿美元，%）



资料来源：ICI，中信证券研究部

表 1：美国第二、三支柱转存制度政策梳理

时间	相关政策法规	具体内容
1974 年	《雇员退休收入保障法》	提出个人退休金账户(IRAs),并鼓励没有被雇主养老金计划覆盖的雇员通过私人金融机构建立税收递延的退休储蓄账户。
1997 年	《税负救济法案》	创立罗斯账户,并实现 IRAs 账户内部转存,即传统 IRAs 可转存至罗斯 IRAs,但雇主发起式退休计划的资产无法直接转存至罗斯 IRAs。
2001 年	《经济增长和税收减免协调法案》	明确罗斯 401(K)计划可以转存至罗斯 IRAs 计划,放松第二、三支柱转存的限制。
2010 年	《中小企业工作法》	在满足领取条件的基础上,同一计划内非罗斯 401(K)账户可转存至罗斯 IRAs 账户。
2013 年	《美国纳税人缓税法》	取消了关于满足领取条件的限制。

资料来源：美国司法部，中信证券研究部

德国：税收优惠和直接补贴并重，推动第三支柱发展

与美国不同，以德国为代表的欧洲大陆传统福利国家中，政府在养老保障体系中承担着大量责任，目前政府每年补贴第一支柱的金额达到 GDP 的 2.5% 左右，财政压力较大。德国第三支柱的发展对我国而言，或许更具有参考价值。德国养老金制度 1889 年自俾斯麦时期就开始建立，保障水平较高，是德国民众退休后最主要的收入来源。随着经济发展放缓和人口老龄化的加剧，养老体系承压，1999 年，德国退休人员的总收入中有 85% 为第一支柱法定养老保险，仅有 5% 为第二支柱职业养老金，10% 为第三支柱个人养老金。2002 年德国养老金改革开启。通过降低目标替代率（由 70% 逐步下调到 2030 年的 43%）、推迟退休年龄（从 60 岁渐进式推迟到 2030 年的 67 岁）和大力发展第二、三支柱缓解养老金压力。经过二十年的改革，德国养老金体系改革取得了重大成果，据德国联邦统计局数据，2019 年德国退休人员的总收入中第一、二、三支柱的占比分别为 61%、8% 和 31%。第三支柱的发展取得了重大的成果，对我国而言，或许更具有参考价值。

表 2：德国养老金体系变化

年份	法律	主要内容(意义)
1881	《皇帝敕令》	提出工人因年老而出现经济困难时有权得到救济，并颁布了养老保障的实施计划
1889	《老年和残疾社会保险法》	提出为年满 70 岁的退休者或因伤残而丧失劳动能力的人提供保险，养老保险费用由雇主、雇员和国家三方负担并实行基金制
1911	《雇员保险法》	养老保障制度覆盖范围扩展到职员和遗属
1923	《矿工保险法》	建立全国性矿工保险基金，对从事矿业工作的所有雇主和雇员提供疾病和养老保险津贴
1938	《手工艺者养老金法》	将强制性老年和残疾保险扩大到大部分自我雇佣的手工业者
1949	《社会保险法调整法》	提高养老保险缴费率以及养老金津贴；实行最低养老金标准；在工人养老保险中推行无条件的遗孀养老金
1951	《农民养老保险法》	开始建立农村养老保险制度
1957	《养老金改革法》	确立了现收现付的现行养老保险筹资模式
1967	《财政修正法》	降低国家对养老金的补贴，分阶段提高养老金缴费率
1972	《退休改革法》	推出灵活退休年龄制度，确立养老金指数化调整机制
1974	《企业补充养老金法》	补充养老金逐步成为一种制度
1989	《1992 年养老金改革法》	引入联邦补贴自我调整机制；调整养老金与工资收入的关联；退休年龄标准提高到 65 岁
1995	《农业社会改革法》	实行农民养老保险改革
1997	《1999 年养老金改革法》	在养老金计算公式中加入人口发展因子(未实施)
2001	《养老保险改革法令》	确定法定养老保险缴费率；采取现金补贴、所得税减免、所得税延期缴付等措施促进商业养老保险的发展
2004	《法定养老保险可持续发展法》	在养老金计算公式中加入“可持续发展因子”，将养老金的发展水平同制度赡养率的变化联系起来；提高退休年龄
2005	《老年收入法》	引入了养老金延迟纳税制度；对企业补充养老保险和个人自愿养老保险进行改革
2007	《养老保险改革法案》	将法定退休年龄从 2012 年起至 2029 年逐步由 65 岁延迟至 67 岁
2014	《法定养老保险改进法案》	缴费满 45 年的参保者，可以提前至 63~65 岁退休并领取全额养老金；改善弱势群体的公共养老金待遇，引入“母亲养老金”，上调劳动能力受限者养老金额度等
2018	《职业养老金改善法》	职业养老金中引入 DC 计划；资助低收入雇员的雇主获得税收减免的金额；提高里斯特养老保险计划的基本补贴

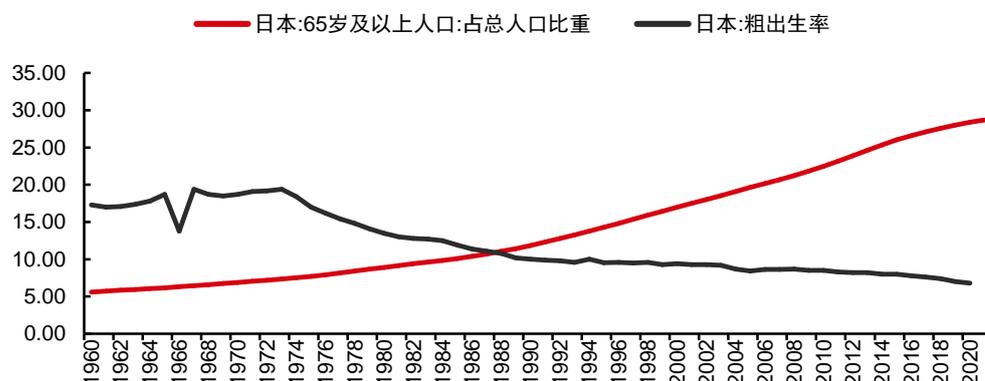
资料来源：朱俊生,邹琼."德国：养老基金投资与资本市场的互动." 保险理论与实践 .07(2021):105-125, 中信证券研究部

在德国养老金改革中，里斯特养老金制度最为关键，通过政府的直接补贴政策发挥杠杆效应激励民众购买商业养老金产品，推动了第三支柱的快速发展。里斯特养老金制度发挥了代内跨期调节收入分配的作用，缓解老龄化对现收现付制社保养老金的冲击，同时为了扩大覆盖面，在各国常用的税收递延政策之外，还推出了更加具有针对性的直接补贴政策：（1）基础补贴，如果参与者将年收入的 4%（最高不超过 2100 欧元）用于购买复合里斯特产品，政府将给予每人每年 175 欧元的全额基础补贴；如果交费比例不足 4%，则补贴金额按比例相应减少。符合条件的配偶作为间接受益人，支付少量的费用也可以享受基础补贴；（2）子女补贴，对于 25 岁以下未参加工作的子女，每孩每年补贴 185 欧元（2008 年以前出生）或 300 欧元（2008 年以后出生）；（3）特别补贴，对于不满 25 岁新参加工作的年轻人，一次性给予 200 欧元补贴。四是税收递延。用于购买里斯特产品的费用（包括政府给予的直接补贴），可以享受税前抵扣，但领取里斯特养老金时需要全额纳税。税收优惠和更加直接的补贴政策有效扩大了第三支柱的覆盖人群，推动了第三支柱快速发展，Stolz 和 Rieckhoff 研究发现，德国政府每补贴 1 欧元可以撬动 2.2 欧元的里斯特产品供款，直接补贴比税收递延的激励效果更直观，也更有利于低收入家庭。德国经验对我国个人养老金发展极具借鉴意义。

日本：第一支柱占据主导，第三支柱近期发展较快

日本与中国同属“东亚文化圈”，其老龄化进程相比中国早三十年左右，且养老保障体系与中国相同，长期以第一支柱占据绝对主导，且财政占第一支柱支出比重达到 50%，压力较大，其第三支柱发展历程对我国极具借鉴意义。早在 1971 年，日本 65 岁以上人口占比就已经达到 7.05%，进入老龄化社会，1995 年达到 14.5%，进入深度老龄化社会，均比我国提前三十年左右。2021 年，这一数字来到 28.7%，这意味着每 1.8 个劳动人口就要赡养 1 个 65 岁以上的退休老人，在此期间日本养老保障体系为了应对“老龄化”和“少子化”，进行了一系列的改革。虽然日本第一支柱压力仍旧较大，但第三支柱的改革取得了一定成果，对我国具有较大的借鉴意义。

图 19：日本 65 岁以上人口占比和出生率的变化（%）



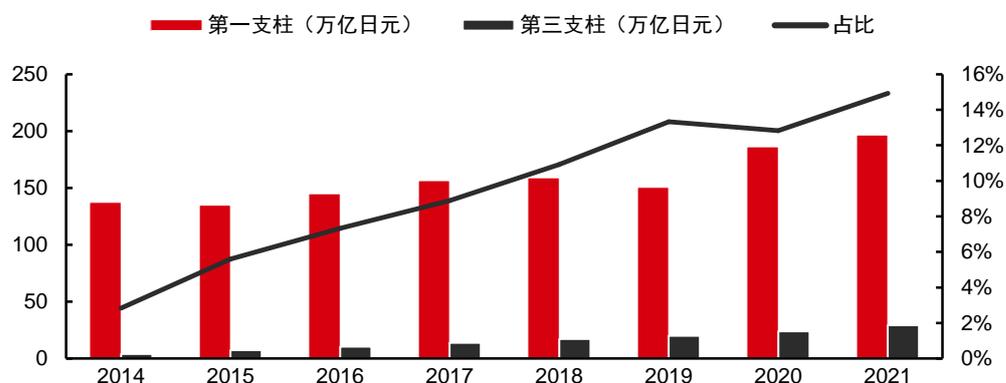
资料来源：Wind，中信证券研究部

回顾日本养老金改革的历史，基本上是不不断为政府缓解财政压力，降低第一支柱目标替代率，提高缴费比例，同时以税收优惠推动个人养老金发展的历程。1961 年，日本颁布《国民年金法》，实行“全民皆年金”制度。1985 年，日本陆续通过《国民年金法》、《厚

生年金法》和《共济年金法》修正案，完成国民年金的整合，建立全民适用的基础年金制度。1986年，把厚生年金的替代率水平下调了14个百分点，降至69%。1999年，将“厚生年金”和“共济年金”的给付水平减少5%，并降低了待遇计算系数。2001年，日本通过《企业养老金改革法》，通过税收优惠政策来推动第三支柱养老金计划的发展，“日本版401(k)计划”得以建立。200年，日本进一步对企业年金进行改革，引入缴费确定型养老金(DC计划)，设立新的待遇确定型养老金(DB计划)。2004年，日本继续改革了公共养老金制度，主要目标是削减500万亿日元的潜在养老金债务，并改变了国民年金的调整机制，即使平均工资增长，只要在职工人数减少，国民年金就将下调，并确定了厚生年金的替代率由2004年的59.3%逐步调降至2017年的50.2%。2016年，日本养老金进一步改革，主要目标在于缓解政府财政负担，扩大公共养老金的覆盖范围，改善公共养老金的投资运营能力，实现养老金制度的可持续化，并且在2017年进一步提高了个人DC型养老金的覆盖范围。

2021年，日本第一支柱规模达到197万亿日元，第三支柱规模达到29.35万亿日元，规模达到第一支柱的15%，而2014年这一数字仅为2.8%，7年来复合增长率高达33%，显示日本养老金改革取得了一定的成效，对我国具有较大的借鉴意义。目前日本第一支柱具有强制性主要分为国民年金和雇员年金，其中雇员年金又分为厚生年金保险和共济年金。日本将被保人分为三类，第一类包括农民、自雇佣者等，第二类为私人部门和公共部门雇员，第三类为第二类被保人的配偶。国民年金覆盖三类被保人，厚生年金保险覆盖私人部门雇员，共济年金覆盖公共部门雇员。由于老龄化程度持续加深，第一支柱目前面临较大的收支压力；第二支柱是企业年金，分为DC和DB计划，自设立以来，DC计划维持稳定增长，但具体数据并未披露；第三支柱私人养老金，分为个人确定贡献型DC型计划iDeCo和日本个人储蓄账户计划NISA。日本养老体系以第一支柱公共养老金为主导，第二支柱雇主养老金补充，第三支柱占第一支柱的比例达到15%，2014年这一数字仅为2.8%，6年来复合增长率高达33%，未来规模有望持续扩张，以支持养老保障体系的持续运行，更大幅度缓解财政压力。对我国来说，借鉴意义重大。

图 20：日本养老第一支柱和第三支柱的变化（万亿日元，%）



资料来源：GPIF, iDeCo, NISA, 中信证券研究部

最值得我国借鉴的是，日本政府对各类养老金计划实施了较为细致、严密和灵活的税收政策，划分特定人群，设置不同的抵扣上限，鼓励国民参与。以第三支柱养老金为例，

第三支柱养老金包括国民年金基金（NISA）和个人账户计划（iDeCo）。2019 年，对于国民年金基金的参加者，纳税抵扣上限按参加者的年龄分为每月 6.8 万日元和 10.2 万日元两档；对于个人账户计划的参加者，纳税抵扣上限按参加者的类别细分为七档。目前我国个人养老金税收优惠形式较为单一，未来可以参考日本不同档位的税收优惠安排，根据我国的实际情况加以调整。

表 3: iDeCo 计划分档情况

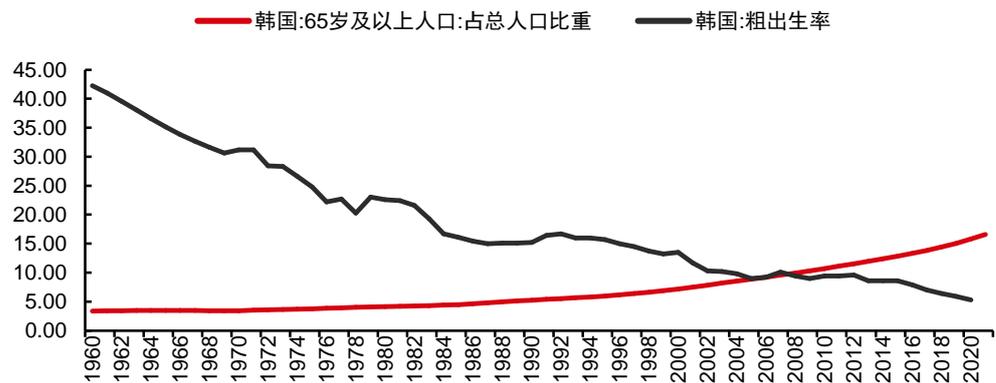
类别	加入资格类型	纳税抵扣上限
第一类	自雇人员和学生	每年 81.6 万日元
	未参加任何企业年金计划的雇员	每年 27.6 万日元
	参加日本 DC 计划的雇员	每年 24 万日元
第二类	参加 DB 和 DC 计划的雇员	每年 14.4 万日元
	参加 DC 计划的雇员	
	公务员	
第三类	家庭主妇	每年 27.6 万日元

资料来源：iDeCo 官网，中信证券研究部

韩国：TEE 和 EET 灵活选择，税制不断优化调整推动第三支柱发展

韩国进入老龄化社会时间与我国相近，与我国不同的是，韩国在养老三支柱体系之外，由财政支出建立了零支柱——基础老年养老金计划。韩国 2000 年 65 岁以上人口占比达到 7%，进入老龄化社会，与我国相同；2018 年达到 14.9%，进入深度老龄化社会，比我国早三年时间，其养老三支柱体系发展的历程同样值得借鉴。与我国不同的是，韩国在三支柱体系之外，由财政支出建立了第零支柱，年满 65 周岁以上的老人中，可根据其家庭收入情况，每月领取 10 万韩元至 20 万韩元的养老金补助。截至 2016 年底，覆盖了 70% 的低收入老年人群，数量达 458 万人。

图 21：韩国 65 岁以上人口占比和出生率的变化（%）

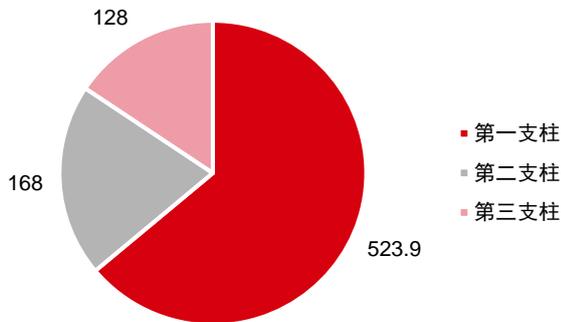


资料来源：Wind，中信证券研究部

韩国第三支柱从 1994 年开始建立，2017 年末规模达到 128 万亿韩元，占三支柱比重达到 16%，大幅缓解了养老支出的财政压力。韩国第一支柱包括国民养老金计划和特殊职业养老金计划，国民养老金由国民养老金运营委员会负责管理，是面向普通国民的养老金制度。1986 年，韩国在《国民福祉年金法》的基础上制定了《国民年金法》，并从 1988 年

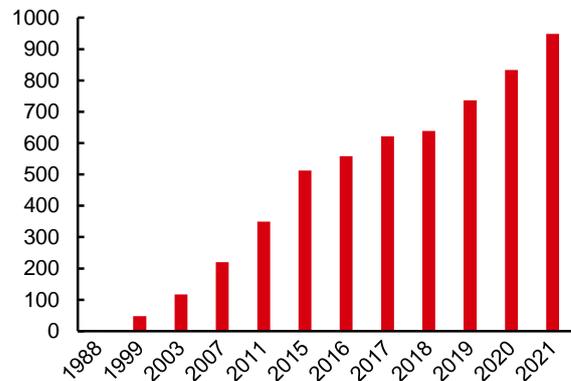
开始正式实施国民养老金制度。此后不断扩大其适用范围，1999 年实现了“全民皆年金”，2017 年覆盖人数达到有 2200 万，覆盖率达到 80%，年规模达到 623.9 万亿韩元。特殊职业养老金计划包括公务员养老金、军人养老金、私立学校教职员养老金计划，截至 2016 年，覆盖人数达到 155.8 万，由于特殊职业群体的缴费比率（14%-18%）高于普通国民养老金参保者（9%），替代率水平也有显著优势，这部分人员不再参加第二支柱养老金。第二支柱为退休养老金计划（RPS），在 2005 年韩国颁布《雇员退休收入保障法》后建立，分为 DB 和 DC 计划两种，由雇主进行缴费，费率为 8.3%，个人可进行追缴，与第三支柱合并追缴上限为 1800 万韩元。第三支柱包括 1994 年开始的个人养老金计划（PPS），产品主要分为两类，一是养老金积累型产品（EET 模式），由银行、资管公司和保险公司提供；二是养老金保险产品（TEE 模式），由保险公司提供。按合同约定缴费满 5 年后，从 55 岁开始即可领取退休金。2017 年末韩国第三支柱养老金的规模达到 128 万亿韩元，占三支柱比重达到 16%，大幅缓解了养老支出的财政压力。

图 22：2017 年韩国养老三支柱比例



资料来源：NPF，韩国金融监督院，中信证券研究部

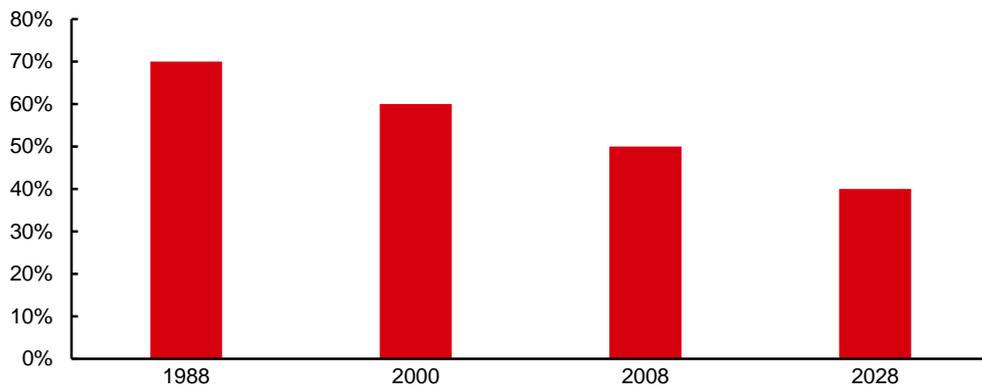
图 23：韩国第一支柱规模变化（万亿韩元）



资料来源：NPF，中信证券研究部

回顾韩国第一支柱的改革，与日本类似，基本围绕提高缴费率、降低目标替代率和提高领取退休金年龄来展开。韩国决定从 2013 年开始在原定 60 岁领取养老金的基础上，每隔 5 年提高 1 岁，到 2033 年逐渐提高到 65 岁。同时韩国在逐步调降国民养老金替代率，将以缴纳保险费 40 年为基准的收入替代率，从 1988 年的 70% 减少到 60%，以稳定财政状况。2008 年，国民养老金实施 20 年之际，韩国再次对其进行改革，进一步降低养老金收入替代率，从 60% 降到 50%，并从 2009 年开始每年减少 0.5%，计划到 2028 年降到 40%，以缓解养老金财政紧缩的问题。2016 年，第二支柱替代率水平也仅为 20%。此外，李明博和朴槿惠政府都曾提出过将老年人定义为 70 岁以上，以减少零支柱的财政支出规模，受限于现实情况暂未落地。

图 24：韩国国民养老金目标替代率变化



资料来源：韩国保健福利部，中信证券研究部

更具参考价值的是韩国为推动第三支柱发展进行的一系列税制改革，通过 EET 和 TEE 模式的灵活选择和一些细则的不断调整，推动了第三支柱的高速发展。韩国养老金的发展主要得益于相关税收政策优惠的两次改革：第一次是在 1994 年 6 月《税务特例限制法》第 86 条引入的 EET 税制的养老金积累型产品，税收优惠范围为储蓄金额的 100%，最高限额为 240 万韩元，并对年金所得的 10% 进行代扣所得税；第二次是在 2001 建立的 TEE 税制的养老金保险产品。至此，韩国个人养老金税收优惠框架基本建成。随后，在 2012 年企划财政部又出台了《税法修订案》，降低年金储蓄锁定年限，扩大分离税限度以降低税费，延长年金领取时间，使得整个市场更加多元化，税收优惠政策更加合理。税制的灵活调整极大促进了居民参与第三支柱的意愿，个人养老金得以快速发展，极大缓解了第一支柱需要承担的压力。

表 4：第二支柱个人追缴部分和第三支柱养老金积累型产品税收模式介绍

税收优惠步骤	
第一步	第二支柱的个人追缴部分与第三支柱个人养老金积累型产品每年合计享受 700 万的扣除额度
第二步	选择一次性领取，单独征收其他所得税（税率 16.5%）
	选择年金形式领取（见第三步）
第三步	第二支柱个人追缴部分与第三支柱个人养老金合并后，如果年领取额不超过 1200 万韩元，按以下税率征税：55-69 岁税率 5.5%；70-79 岁税率 4.4%；80 岁以上 3.3%
	年领取额超过 1200 万韩元的部分，并入综合所得后征收综合所得税（6%-42%）

资料来源：韩国金融监督院退休年金综合指南，中信证券研究部

借鉴海外经验，我国个人养老金面临的机遇与挑战

机遇：以个人账户制和税收优惠为抓手加速落地

个人养老金制度相较于之前的养老金融产品，最大的亮点是由产品制转换为个人账户制，税收优惠与账户绑定，除特殊情况，不可提前支取。2022 年 4 月 21 日，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》（以下简称《意见》），在参加范围、制度模式、缴费水平、税收优惠、投资范围、领取模式等方面做了详细规定。其中最大的亮点是将确定个人养老金为制度以个人账户形式发展，每人只能开设一个个人养老金账户，通过账户可以投资各类监管认可的金融产品（包括但不限于养老金融产品），同时税收优惠与账户

绑定，便利性大大增强，此外，个人养老金除特殊情况不可提前支取，预计未来将会为资本市场带来大量长期稳定的资金，促进资本市场的大力发展。

表 5:《意见》主要内容梳理

主要内容	
参加范围	在中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者，可以参加个人养老金制度。
制度模式	个人养老金实行个人账户制度，缴费完全由参加人个人承担，实行完全积累。
缴费水平	参加人每年缴纳个人养老金的上限为 12000 元。
税收优惠	明确会有一定优惠，但并未制定具体的优惠政策，税收优惠是养老第三支柱发展最重要的驱动力，预计将在试点中逐步完善。
投资范围	个人养老金资金账户资金用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品，参加人可自主选择。目前试点阶段将养老目标基金纳入投资范围。
领取模式	除另有规定外不得提前支取。参加人达到领取基本养老金年龄、完全丧失劳动能力、出国（境）定居，或者具有其他符合国家规定的情形，经信息平台核验领取条件后，可以按月、分次或者一次性领取个人养老金，领取方式一经确定不得更改。

资料来源：中国政府网，中信证券研究部

近期相关配套政策频出，已经确定在四川先行试点，个人养老金加速落地趋势明显。 2022 年 6 月 24 日，证监会研究起草了《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》，中证登也发布了《个人养老金投资公开募集证券投资基金信息平台运作管理暂行办法（征求意见稿）》。根据四川日报 6 月 19 日报道，四川省将按国家统一部署适时启动个人养老金试行工作。目前，四川正在研究确定先试行城市，未来将根据先行实施情况逐步推广，确保个人养老金制度在四川落地实施，个人养老金加速落地趋势越发明显。

表 6: 有关个人养老金的政策梳理

时间	机构	政策	内容
2022 年 4 月	国务院	《关于推动个人养老金发展的意见》	以个人账户制和税收优惠为抓手，推出个人养老金制度
2022 年 4 月	证监会	《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》	提出做好个人养老金投资公募基金政策落地工作，鼓励行业机构开发各类具有锁定期、服务投资者生命周期的基金产品，加大中低波动型产品开发创设力度，开发适配个人养老金长期投资的基金产品。
2022 年 6 月	证监会	《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》	最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元的养老目标基金率先纳入投资范围
2022 年 6 月	中证登	《个人养老金投资公开募集证券投资基金信息平台运作管理暂行办法（征求意见稿）》	提出了推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金的总体要求，并明确了人力资源社会保障部组织建设的信息平台应与相关金融行业平台对接等具体工作安排。

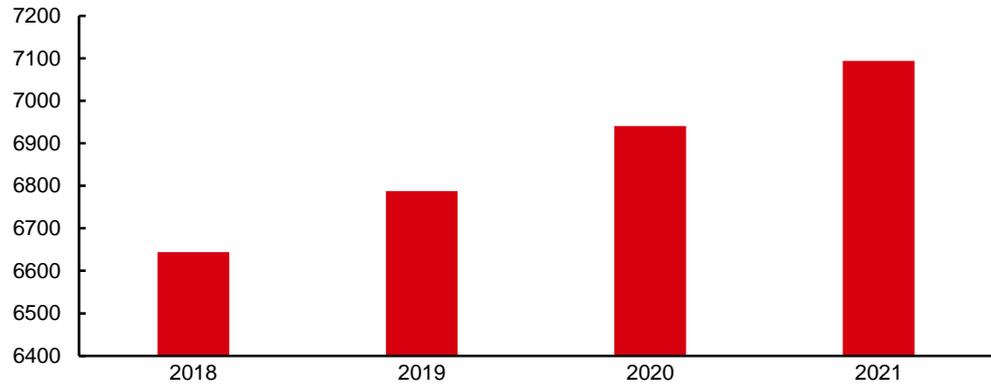
资料来源：证监会、中证登、国务院官网，中信证券研究部

挑战 1: 纳个税人数较少，直接补贴政策或可发挥杠杆效应撬动更多人参与

理论上，个人养老金参与范围可以扩大至参加基本养老保险的 10.29 亿人，但税收递延仅对缴纳个税的群体具有激励作用，根据我们的测算，2021 年缴纳个税的人数仅 7000 多万，覆盖人群有限。在中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者可以参加个人养老金制度，2021 年这一数字高达 10.29 亿。但就个人养老金的税收优惠政策而言，仅对月收入在 5000 元以上需要缴纳个人所得税的人群具有激励作用，

对于低收入人群而言，没有税收优惠的情况下，将资金投入退休后才能取出的个人养老金账户或许并非明智的选择。根据 2018 年 8 月 31 日财政部副部长程丽华答记者问时的发言，缴纳个税人数占我国城镇就业人口的 15%，我们测算 2021 年纳个税人口仅 7000 多万，仅占参与基本养老保险人数的 6.89%，覆盖范围有限。

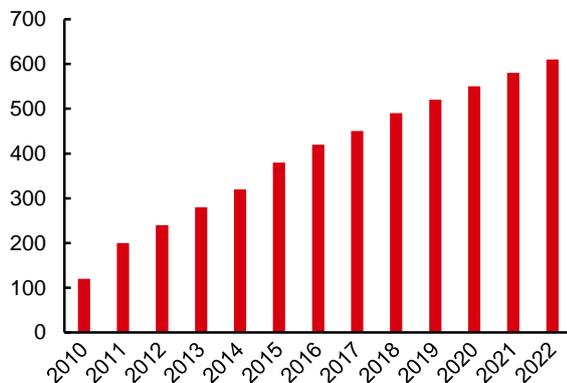
图 25：缴纳个税人数测算（万人）



资料来源：2018 年 8 月 31 日财政部副部长程丽华答记者问，国家统计局，中信证券研究部测算

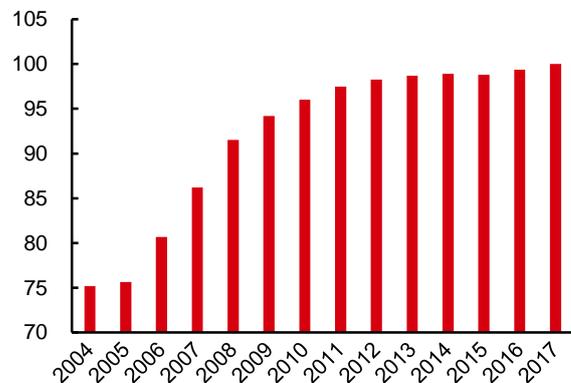
参考德国里斯特养老金和我国新农合的成功应用，对特定人群进行直接补贴或可发挥杠杆效应，有效扩大个人养老金的参与范围。德国里斯特养老金通过基础补贴、子女补贴和特殊补贴三种类型为特定人群直接从财政拨款进行补贴，有效扩了里斯特养老金的参与范围。Stolz 和 Rieckhoff 研究发现，德国政府每补贴 1 欧元可以撬动 2.2 欧元的里斯特产品供款，直接补贴比税收递延的激励效果更直观，也更有利于低收入家庭。德国经验对我国个人养老金发展极具借鉴意义。我国城镇居民医保和新农合政府预期补助标准从 2010 年的 120 元增长到 2022 年的 600 元，促进了参合率的提高和报销比例的提升，显著增强了最广大农村群众的医疗保障。若个人养老金参考德国里斯特养老金和我国新农合的成功经验，分类对特定人群进行直贴补贴，发挥杠杆效应撬动更多人群和资金参与，可以有效扩大应用范围，长期来看，有助于我国低收入人群的养老保障。

图 26：城镇居民医保和新农合预期补助标准变化（元/年）



资料来源：Wind，发改委，中信证券研究部

图 27：新农合参合率变化（%）



资料来源：Wind，卫计委，中信证券研究部

挑战 2：税收优惠幅度有限，缴纳上限或可参照日本进行分档

以平均职工工资来计算，我国个人养老金的税收优惠幅度占工资之比仅为 0.34%，远低于日本的 1.27%、美国的 2.47%和韩国的 7.03%（暂不考虑退休后收取的税费）。目前我国个人养老金缴费规模上限是 12000 元，占 2021 年城镇平均工资 10.68 万的 11.2%，与美国 IRAs 账户缴费上限占美国平均职工工资的比例相同，但由于我国平均工资较低，税率较低，仅能够享受 0.34%的税收减免，远低于日本的 1.27%、美国的 2.47%和韩国的 7.03%，若采用 EET 模式，退休后需要征收一定税款的话，这一比例还将进一步降低，目前来说，对于纳税人群吸引力有限。

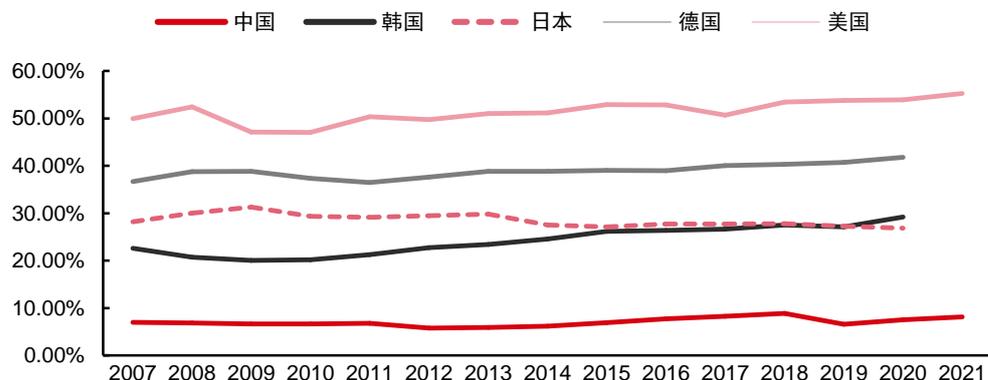
表 7：中、美、日、韩个人养老金税收优惠测算（EET 模式，暂不考虑退休后税收）

	美国 IRAs 账户 (美元)	日本 iDeco 账户 (万日元)	中国个人养老金账户 (人民币)	韩国个人养老金账户 (万韩元)
缴费上限	6000	27.6	12000	1800
年平均工资	53383	433	106837	3840
缴费上限占平均工资比例	11.2%	6.4%	11.2%	46.9%
阶梯税率	22.0%	20.0%	3.0%	15.0%
税收优惠幅度	1320	5.52	360	270
税收优惠负担占收入比重	2.47%	1.27%	0.34%	7.03%

资料来源：IRAs 官网、iDeCos 官网，金融监督院退休金综合指南，中国政府网，税务总局，中信证券研究部测算

我国个人所得税仅为全部税收收入的 8.1%，远小于美国的 55%、德国的 42%、日本的 27%和韩国的 29%，因此我国加大对于个人养老金的税收优惠力度对财政收入的影响会比海外国家更少。2021 年我国税收收入达 17.27 万亿元，其中个人所得税收入仅 1.40 万亿元，占比仅 8.1%，远低于美国的 55%、德国的 42%、日本的 27%和韩国的 29%，在个税收入占比较小的情况下，我国有更大的空间调整个人养老金的税收优惠幅度，同时发挥税收调节的杠杆作用，扩大个人养老金的覆盖范围和规模，完善养老保障体系建设。

图 28：各国税收收入中个人所得税的占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

目前我国抵扣上限统一划定为 12000 元，未来随着试点展开，或可借鉴日本模式，根据特定人群来划分不同的上限，精准滴灌，扩大个人养老金的规模。在试点阶段，出于谨慎的考量，目前个人养老金抵扣上限和个税递延型商业养老保险保持一致，设置为 12000

元。但考虑大个税递延型收商业养老保险从 2018 年试点至今，保费收入仅为 6.29 亿元，其中有一部分为保险公司内部员工自购，试点并未取得成功。未来或可考虑参考借鉴日本模式，划分不同人群设定不同的抵扣上限，进行精准滴灌，例如未参与企业年金的人群、灵活就业人群和家庭主妇可以适当提高抵扣上限。以此来不断扩大个人养老金的规模。

挑战 3：第二、三支柱转存制度并未确立，或可参考美、日完善转存制度

美国 IRAs 账户中 90% 的资金来自第二支柱的转存，日本第三支柱也可以接受第二支柱的转存，我国企业年金和职业年金总额高达 4.4 万亿元，若开放转存制度，预计将为个人养老金带来巨量的资金流入。目前我国职业年金和企业年金覆盖的人群达 5800 多万，资金总额高达 4.4 万亿元。若参与职业和企业年金的人群跳槽至未参与年金计划的企业，原先积累的年金只能寄存在原单位，退休后才能取出，对个人来说非常不便，极大提高了账户的管理难度。随着我国市场经济越来越活跃，职工更换工作或自主创业越来越频繁，灵活的转移接续机制是职工考虑是否参与企业年金计划的一个重要考量因素。若打通第二、三支柱的资金流通，确立账户转存制度，参考美国 IRAs 账户中 90% 的资金来自第二支柱的转存，未来我国个人养老金规模或可得到有效提升。

个人养老金可投资的养老金融产品全梳理

银行系：养老理财风头正盛，养老储蓄蓄势待发

截至 2022 年 7 月 15 日，养老理财产品存续数量达到 27 只，规模已经超过 568 亿元，随着个人养老金加速落地，养老理财将步入高速发展期。2021 年 9 月，银保监会发布《关于开展养老理财产品试点的通知》，选择“四地四家机构”进行试点，试点效果超出预期，产品供不应求。2022 年 2 月 25 日，银保监会制定并发布《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》（以下简称《通知》），养老理财产品试点范围由“四地四机构”扩展为“十地十一机构”（包括贝莱德建信），截至 2022 年 7 月 15 日，前期获批的四家理财子和贝莱德建信共发行养老理财 27 只，规模已经达到 586 亿元。随着后续 6 家理财子推出养老理财产品，个人养老金加速落地，其规模有可能迎来进一步扩容。

养老理财具有普惠性、长期性及稳健性，同时业绩基准相对较高，适配养老属性。当前我国成立满 3 个月的养老理财产品算术平均年化收益率达到 4.59%，预计成立满一年后将达到业绩基准。（1）稳健性：养老理财产品设计以安全策略为主，除光大和贝莱德建信理财外，其他产品固定收益类资产占比均设置在 80% 以上，并引入了收益平滑制等各类风险抵御机制。（2）长期性：养老理财产品旨在引导投资者合理规划养老理财投资，树立长期投资、合理回报的投资理念。目前养老理财产品大多是封闭式，期限大多 5 年（贝莱德建信为 10 年）。同时也特别设定了分红条款，可满足投资期间客户的部分流动性需要。（3）普惠性：首批养老理财产品起购金额低至 1 元，总费率仅 0.12% 左右，远远低于其他理财产品。（4）业绩基准较高，大多设置为 5.8%-8%，相较普通理财产品收益较高，有助于养老资产的复利积累。目前我国成立满 3 个月的养老理财产品共有 15 只，算术平均年化收益率达到 4.59%，预计成立满一年后将达到业绩基准。

表 8：成立满 3 个月的养老理财产品梳理

理财公司	产品名称	成立日期	风险等级	最新存续规模 (亿元)	成立以来年 化收益率
光大理财	颐享阳光橙 2026 第 1 期	2021/12/15	R2	11.20	5.73%
	颐享阳光橙 2027 第 1 期	2022/1/6	R2	8.29	6.46%
	颐享阳光橙 2028	2022/2/9	R2	3.82	5.93%
	颐享阳光橙 2027 第 2 期	2022/3/22	R2	36.54	5.49%
建信理财	安享 2021 年第 1 期	2021/12/16	R2	51.35	4.73%
	安享按月定开式(最低持有 5 年)	2022/1/14	R2	4.34	2.76%
	安享 2022 年第 1 期	2022/2/8	R2	18.27	3.37%
	安享 2022 年第 2 期	2022/3/15	R2	7.28	5.63%
	安享 2022 年第 7 期	2022/4/7	R2	52.34	4.82%
	安享 2022 年第 6 期	2022/4/12	R2	21.09	5.00%
工银理财	颐享安泰(21GS5688)	2021/12/23	R3	31.65	4.45%
	颐享安泰(22GS5188)	2022/3/23	R2	19.80	4.53%
	颐享安泰(22GS5699)	2022/4/8	R2	18.10	3.88%
招银理财	招睿颐养睿远 1 号	2021/12/16	R2	80.67	2.34%
	招睿颐养睿远 3 号	2022/3/22	R2	97.97	3.75%

资料来源：普益标准，中信证券研究部

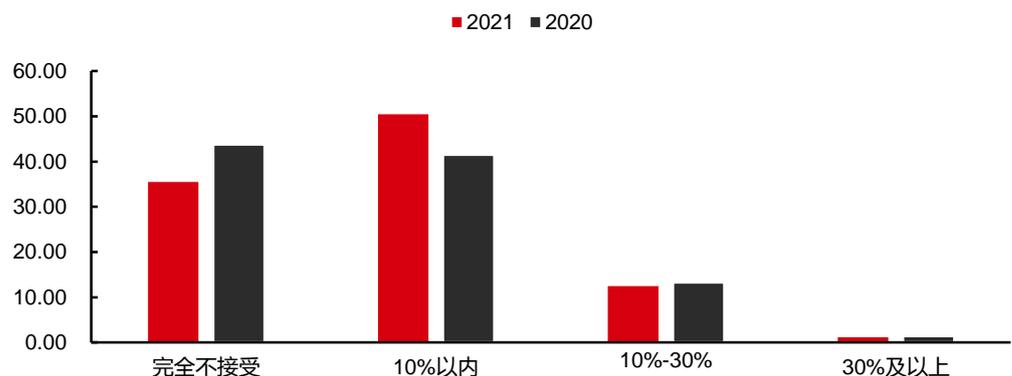
养老理财产品采用收益平滑基金模式作为特别风险管理或风险保障机制，同时可以投资非标产品并采取摊余成本法估值，使得净值波动大大降低，回撤幅度大幅缩小，有助于鼓励投资者长期持有。收益平滑基金的模式是指在一定期限内，产品投资收益超过业绩比较基准时，将超出的一部分提取出来作为收益平滑基金，在收益低于业绩基准时进行回补，以达到“削峰填谷”降低净值波动的目标，这是其他任何体系的产品都不具备的功能。而养老理财的目标客户风险偏好较低，这一特点契合了其需求。收益平滑基金不仅对投资者进行“心理按摩”，对机构管理人来说，也是一种保护机制，它使得管理人能够更加专注于在长期获得更高的收益，降低对于短期波动和回撤导致大量赎回的过度担心。长期来看，管理人或将提高资产配置的风险偏好，以追逐更高的收益，从而提升理财收益率。同时养老理财产品在投资范围上均包括非标准化债券类资产，且非标上限可以达到 49%。由于银行的非标资产挖掘能力本身较强，能够找到具有竞争力的资产，获得更高的收益；同时对非标资产采取摊余成本法估值，也能进一步降低净值波动，对比以公允价格估值的产品，养老理财更具有优势。

表 9：各养老理财平滑基金设计

理财产品名称	工银理财	招银理财	建信理财	光大理财	贝莱德建信
计提条件	计提需同时满足 3 个条件才能进行：产品累计单位净值在相邻计提日之间的年化收益率超过业绩比较基准或区间上限 0-5%（含 5%），按照超过部分的 30% 进行计提；如果产品累计单位净值在相邻计提日之间的年化收益率超过业绩比较基准或区间上限 5%（不含）以上，按照超过部分的 50% 进行计提；同时规定平滑基金达到产品余额 5% 时不再提取。	① 计提回补区间内单位份额净值增长率（年化） $A \geq$ 业绩基准区间下限【5.8%】时，当日计提收益平滑基金。对超过业绩比较基准下限【5.8%】的超额收益部分，收取不低于【10%】作为收益平滑基金。② 计提回补区间内单位份额净值增长率（年化） $A \geq$ 业绩基准区间中枢【6.9%】时，当日计提收益平滑基金。对超过业绩比较基准中枢【6.9%】的超额收益部分，收取不低于【30%】作为收益平滑基金。	在提取日，若产品成立以来累计年化收益率超出业绩比较基准下限，则对超出业绩比较基准下限的部分按 50% 提取平滑基金。计算年化收益率和业绩比较基准时，1 年按 365 日计算。	设立收益平滑基金，将本产品超过业绩比较基准的超额收益部分，按照 50% 纳入平滑基金并进行专项管理，根据产品业绩表现，专项用于合理平滑养老理财产品收益，平滑基金每日预提，每月最后一个自然日为支付基准日。	当产品成立以来累计年化收益率高于年化收益率 10%（高阈值）时，产品管理人有权提取 50% 的超额收益（产品累计收益超出高阈值部分）作为平滑基金。
补充条件	产品相邻计提日累计单位净值资料来源：中信证券研究部的年化收益率低于 3% 时，将平滑基金补充至产品资产，使得相邻计提日产品累计单位净值的年化收益率至 3%（若平滑基金足够），否则以平滑基金实际金额为限进行补充。产品到期或提前终止时，若平滑基金仍有剩余，则全部返还至本产品。	以收益平滑基金存续规模为限按照业绩基准下限（年化 5.8%）进行回补，超过业绩比较基准下限和区间中枢是设定提取比例。	平滑基金独立于理财产品进行管理，专项用于合理平滑产品收益。产品到期或提前终止时，若平滑基金有剩余，则全部返还至产品中。	视具体情况回补至本理财产品。	当产品成立以来累计年化收益率低于年化收益率 5%（低阈值）时，产品管理人有权将平滑基金以余额为限，回补 50% 的差额（产品累计收益低于低阈值部分）至产品。

资料来源：普益标准，中信证券研究部

图 29：CAFF50《中国养老金融调查报告（2021）》关于可阶段性承受不同损失的人数占比（%）



资料来源：CAFF50《中国养老金融调查报告（2021）》，中信证券研究部

特定养老储蓄试点启动，2022 年 11 月开始，由四大行在合肥、广州、成都、西安和青岛五个城市先试行 1 年再逐步推开，第三支柱养老金融发展更进一竿，有望成为最低风险偏好的养老资金最优去处。2022 年 7 月 29 日，银保监会和人民银行联合发布了《关于

开展特定养老储蓄试点工作的通知》(以下简称《通知》),启动特定养老储蓄试点。《通知》表示从 2022 年 11 月 20 日开始,由工商银行、农业银行、中国银行和建设银行在合肥、广州、成都、西安和青岛市五个城市开展特定养老储蓄试点,试点期限暂定一年。《通知》对于试点规模以及产品类型、期限、利率等方面进行了具体规定,并要求试点银行做好产品设计、内部控制、风险管理和消费者保护等工作,保障特定养老储蓄业务稳健运行。养老储蓄靴子落地,未来有望成为低风险偏好养老资金的最优去处。

表 10:《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》要点

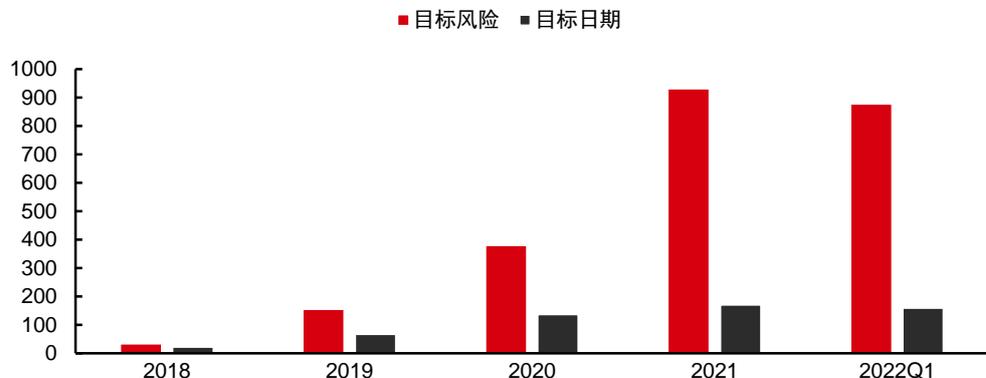
《通知》要点	
试点起始时间	2022 年 11 月 20 日
试点期限	1 年
试点银行	工商银行、农业银行、中国银行和建设银行
试点地点	合肥、广州、成都、西安和青岛市
规模限制	单家试点银行特定养老储蓄业务总规模限制在 100 亿元人民币以内
产品类型	整存整取、零存整取和整存零取三种类型
产品期限	5 年、10 年、15 年和 20 年四档
产品利率	略高于大型银行五年期定期存款的挂牌利率
储户存款本金限制	储户在单家试点银行特定养老储蓄产品存款本金上限为 50 万元

资料来源:中国银保监会官网,中信证券研究部

公募基金系:养老目标基金率先纳入试点范围

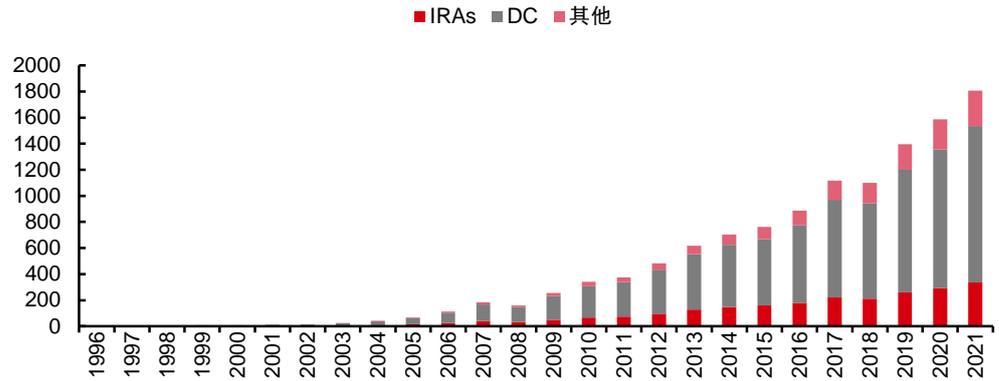
养老公募基金目前主要分为目标日期和目标风险基金,均采用 FOF 模式,截至 2022Q1,我国养老目标基金规模资产净值超过 1036 亿元,参考美国养老目标日期基金中 IRAs 和 DC 计划资产占比达到 80%以上,预计我国个人养老金入市后将推动目标基金跨越式发展。2018 年 3 月,证监会推出了《养老目标证券投资基金指引(试行)》,养老目标基金正式成立,分为目标日期基金和目标风险基金。2018 年底,养老目标基金资产净值仅为 55 亿元,在 2021 年底已经达到 1101 亿元,年度复合增长率高达 171%。2022 年一季度受到权益市场波动影响,净资产有所回落至 1036 亿元,其中目标风险基金规模为 877 亿元,目标日期基金由于生命周期投资曲线在国内受众较窄,规模仅为 159 亿元。

图 30:养老目标基金规模变化(亿元)



资料来源:Wind,中信证券研究部

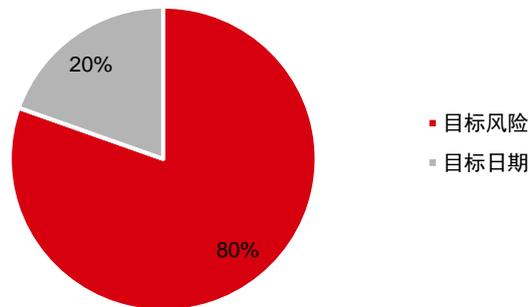
图 31：美国目标日期基金资金来源中 IRAs 和 DC 计划占 85%（十亿美元）



资料来源：Wind, ICI, 中信证券研究部

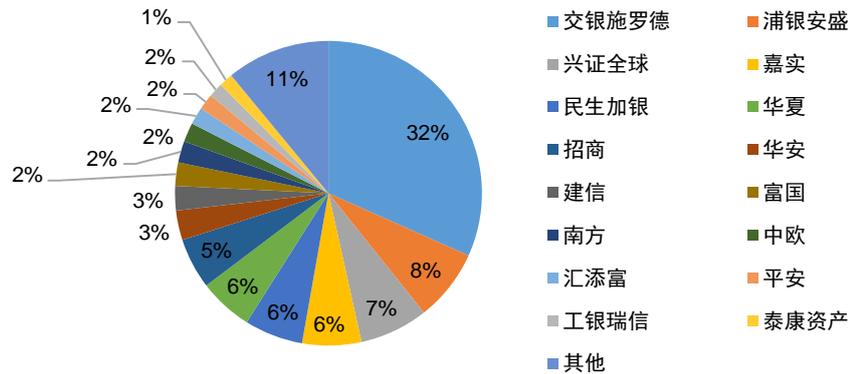
2021 年二季度到 2022 年一季度，共有 84 只养老目标基金将被纳入个人养老金投资白名单，净资产达到 711 亿元，占比达到 69%，就基金管理人而言，交银施罗德旗下产品规模占比达到 32%。2022 年 6 月 24 日，证监会研究起草了《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》（下文简称《暂行规定》），要求最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元的养老目标基金可以纳入投资范围，我们梳理了 2021 年二季度到 2022 年一季度的数据，发现共有 84 只养老目标基金符合监管要求，其中目标风险基金 46 只，净资产达到 572 亿元，目标日期基金 38 只，净资产达到 139 亿元。

图 32：符合条件的养老目标基金不同类别规模占比



资料来源：Wind, 中信证券研究部 注：截至 2022Q1

图 33：基金管理人旗下符合监管要求的养老目标基金规模占比



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2022Q1

从 84 只符合要求的养老目标基金的风险收益特征来看，收益较好，但风险控制欠佳，没有体现 FOF 产品平滑波动的优越性，未来承接个人养老金后需要持续提高控制波动的能力。我们统计了 84 只符合要求的养老目标基金自成立以来的风险收益情况，其加权平均年化收益率为 6.48%，加权平均年化波动率为 5.5%，加权平均最大回撤为 9.08%，总体来看，收益较好，满足个人养老金的需求，但风险控制欠佳，没有体现 FOF 产品平滑净值波动的优越性，我们认为，可能是因为在个人养老金之前的投资者资金期限相对较短，养老目标基金很难真正按照养老属性来进行资产配置，未来长钱不断入市后，预计情况会得到较大程度的改善。

表 11：规模超过十亿的养老目标基金梳理

证券代码	证券简称	基金管理人	资产净值 (亿元)	年化收益 率 (%)	最大回撤 (%)	年化波动 率 (%)
006880.OF	交银安享稳健养老一年	交银施罗德基金管理有限公司	215.94	5.55	-4.30	2.74
007401.OF	浦银安盛颐颐稳健养老一年	浦银安盛基金管理有限公司	54.13	4.30	-5.35	2.82
006991.OF	民生加银康宁稳健养老一年	民生加银基金管理有限公司	39.26	6.32	-9.66	5.10
006861.OF	招商和悦稳健养老一年	招商基金管理有限公司	38.32	8.20	-5.69	4.19
010277.OF	嘉实民安添岁稳健养老一年持有	嘉实基金管理有限公司	35.81	1.17	-6.85	3.62
010266.OF	兴全安泰稳健养老一年持有	兴证全球基金管理有限公司	23.80	2.95	-4.09	2.96
006581.OF	建信优享稳健养老一年	建信基金管理有限责任公司	18.41	6.06	-5.42	4.17
007643.OF	华安稳健养老一年	华安基金管理有限公司	18.30	4.49	-5.22	4.15
006297.OF	富国鑫旺稳健养老一年	富国基金管理有限公司	17.70	4.98	-3.00	2.31
006580.OF	兴全安泰平衡养老(FOF)	兴证全球基金管理有限公司	17.46	13.57	-12.85	8.55
006621.OF	华夏养老 2045 三年	华夏基金管理有限公司	14.47	17.24	-16.30	15.03
006322.OF	中欧预见养老 2035 三年	中欧基金管理有限公司	12.76	13.39	-16.12	9.08
006289.OF	华夏养老 2040 三年	华夏基金管理有限公司	10.55	13.15	-15.58	12.05
011233.OF	泰康福泰平衡养老 FOF	泰康资产管理有限责任公司	10.35	-4.12	-16.35	6.58
010267.OF	兴全安泰积极养老目标五年	兴证全球基金管理有限公司	10.08	1.28	-17.10	8.63

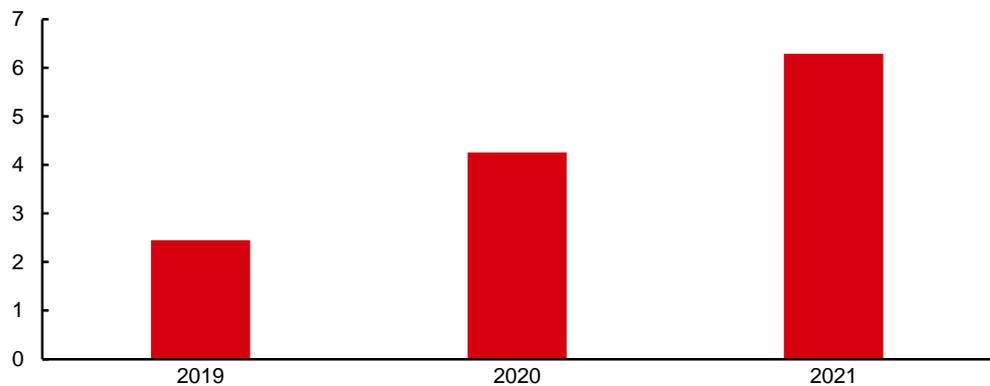
资料来源：Wind，中信证券研究部

保险系：商业养老保险试点情况不佳

2018 年我国开始试点税延型商业养老保险，因税收优惠幅度较小，截至 2021 年，累

计保费收入仅 6.29 亿元，未达预期。税延型商业养老保险在试点地区个人通过个人商业养老资金账户购买符合规定的商业养老保险产品的支出，允许在一定标准内税前扣除（扣除限额按照当月工资薪金、连续性劳务报酬收入的 6% 和 1000 元孰低办法确定），并且计入个人商业养老资金账户的投资收益，暂不征收个人所得税，个人领取商业养老金时再征收个人所得税，本质是公共财政让渡资金的时间价值。按照积累期养老资金收益类型的不同，税延养老保险产品包括收益确定型、收益保底型、收益浮动型三类产品。在 2018 年个税制度改革后，个税起征点提高，专项抵扣扩大，个人适用税率调低，侵蚀了第三支柱的目标客户群体。而且在税延优惠的力度上，每月 1000 元的扣除额，对于实际能享受到税延优惠的富裕人群吸引力不大，因此试点多年以来，并未取得预期效果，累计保费收入仅 6 亿元，覆盖人群仅 5 万人左右，且相当一部分为保险公司内部员工自购。

图 34：税延型商业养老保险累计保费收入（亿元）



资料来源：银保监会，中信证券研究部

个人专属商业养老保险缴费灵活，采取“保证+浮动”收益模式，2021 年 6 月开始试点，2022 年 3 月扩大至全国，2022 年 4 月累计保费收入达 9 亿元，未来有望持续增长。2021 年 6 月，银保监会发布的《关于开展专属商业养老保险试点的通知》，在浙江省（含宁波市）和重庆市正式开展由 6 家保险公司开展专属商业养老保险试点。2022 年 2 月，银保监会下发《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》，自 2022 年 3 月 1 日起，专属商业养老保险试点区域将扩大到全国范围，在原有 6 家试点保险公司基础上，允许养老保险公司参加试点。专属商业养老保险中，参保人可定期追加保费和不定期追加保费，交费方式灵活。积累期采取“保证+浮动”收益模式，保险公司应提供一个以上的投资组合，参保人可在依据约定不同投资组合之间转换。银保监会披露，截至 2022 年 4 月末，专属商业养老保险承保保单合计 12 万件，累计保费近 9 亿元，其中，快递员、网约车司机等新产业、新业态从业人员投保超过 1.5 万人，未来有望进一步扩大规模。

养老金融发展对资本市场的影响

2035 个人养老金规模测算

我们测算 2035 年我国个人养老金规模或将达到 12 万亿元，届时将会给资本市场带来巨量长期稳定的配置资金。我们的测算基于以下假设：（1）假设基本养老保险缴纳人数

2025 年之前每年增长率为 2%，之后增长率为 1%；（2）个人养老金在 2023 年开始局部试点，试点范围为参与基本养老保险人数的 10%，2024 年扩大试点范围，比例扩大至 30%，2025 年开始全面试点；（3）假设个人养老金在参与基本养老保险人群中渗透率在 2025 年之前为 1%，之后逐步提高至 2035 年的 11%（参考美国 2021 年 IRAS 覆盖率达到 36.7%）；（4）在试点过程中，根据试点的实际情况，结合美、德、日、韩的经验，假设 2025 年提高年缴存上限至 25000 元（按平均工资计算，城镇居民职工个人所得税可以降低至 0 左右，具有较大的激励作用）、对低收入人群、养育三孩的家庭进行直接补贴，假设平均每人缴存规模为缴存上限的 50%；（5）同时开放第二、三支柱的转存（由于机关事业单位较为稳定，仅考虑企业年金的转存），假设企业年金 2030 之前每年规模增长率为 10%，之后为 5%；（6）假设个人养老金年度复合收益率为 5%。我们测算得到 2035 年个人养老金规模或将达到 12 万亿元以上，将为资本市场带来巨量长期稳定的配置资金，推动我国资本市场平稳发展。（测算基于以上所有假设的成立，与实际情况可能存在较大的差别，存在较大的高估风险）

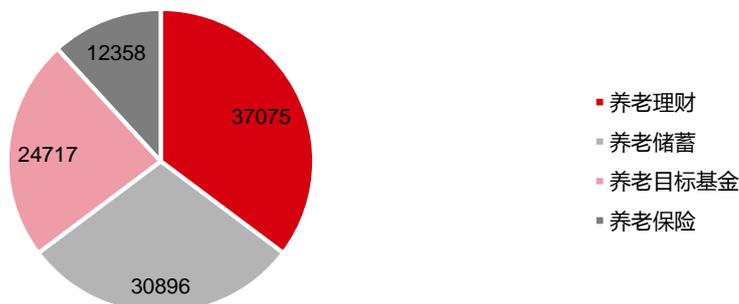
表 12：个人养老金规模测算

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
基本养老保险参与人数（亿人）	11.14	11.25	11.36	11.47	11.59	11.70	11.76	11.82	11.88	11.94	12.00
基本养老保险参与人数增速	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
渗透率	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
个人养老金参与人数（亿人）	0.11	0.22	0.34	0.46	0.58	0.70	0.82	0.95	1.07	1.19	1.32
缴费上限（元）	25000	25000	25000	25000	25000	25000	25000	25000	25000	25000	25000
平均缴费额（元，上限 50%）	12500	12500	12500	12500	12500	12500	12500	12500	12500	12500	12500
当年缴费额（亿元）	1392	2812	4260	5736	7242	8777	10291	11820	13364	14924	16498
企业年金规模（亿元）	38213	42034	46238	50862	55948	61542	64620	67851	71243	74805	78545
企业年金转存规模（亿元）	382	420	462	509	559	615	646	679	712	748	785
当年资本利得收益（亿元，假设 5% 收益率）	13	103	269	519	857	1290	1824	2462	3210	4075	5062
个人养老金累计金额（亿元）	2051	5386	10377	17141	25799	36482	49244	64205	81492	101238	123583

资料来源：中信证券研究部测算

届时，我们预计，个人养老金将主要配置养老理财、养老储蓄、养老目标基金和个人养老保险，比例预计分别为 30%、25%、20%、10%，其余 15% 将配置其他符合要求的资管产品。根据 CAFF50《2021 中国养老金融调查报告》，调查对象获取养老金融产品的主要途径是银行或其他金融机构推荐，占比高达 36.35%，而银行具有最多数量的下沉网点，可以触达最广泛的目标客户，具有较大的主场优势。同时考虑到个人养老金的目标客户大多风险偏好较低，与银行的养老理财和养老储蓄产品较为适配，因此在开始阶段，预计养老理财和养老储蓄将占据绝大多数个人养老金的配置，但随着投资者知识和理念的加强，收益更高的养老目标基金份额将会上升，我们预计最终 2035 年养老理财、养老储蓄、养老目标基金和个人养老保险的配置比例分别为 30%、25%、20%、10%，其余 15% 将配置其他符合要求的资管产品。

图 35：各类养老金融产品 2035 年的规模测算（亿元）

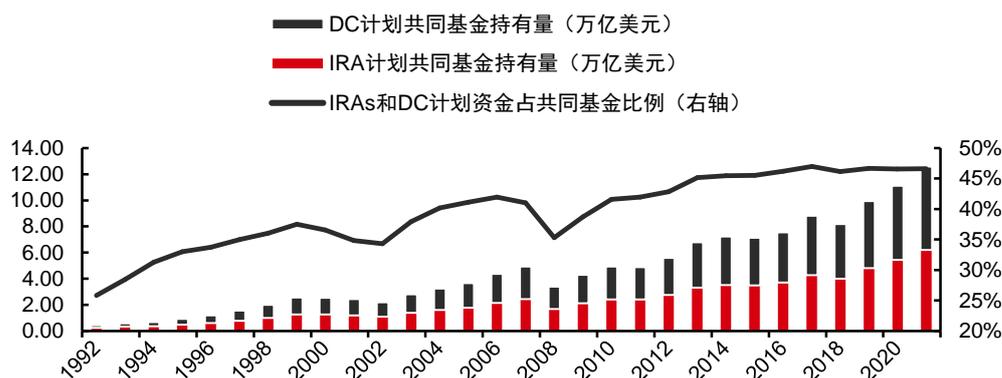


资料来源：中信证券研究部测算

参考美日，养老金入市将推动我国资本市场繁荣发展

美国养老金入市极大推动了共同基金的繁荣，目前美国共同基金资产中有 47%来自于 DC 计划和 IRAs 计划。1991 年后，美国养老金开始加速入市，1992 年，DC 计划和 IRAs 计划持有共同基金规模仅 0.42 万亿元，占共同基金总规模之比仅为 26%，2021 年 DC 计划和 IRAs 计划持有共同基金规模达到了 12.58 万亿元，增长将近 29 倍，占共同基金总规模的比例达到 47%。可以说，是美国养老金的加速入市推动了共同基金规模的快速发展，降低了共同基金的波动，也间接推动了美国资本市场的繁荣。2021 年 ICI 调研表示，接近四分之三的共同基金持有者的首要目标是为退休做准备，因此共同基金的繁荣也会反过来助推养老金规模的扩大，促进美国居民退休后生活水平的提高。

图 36：DC 计划和 IRAs 计划持有共同基金规模及比例（万亿美元，%）

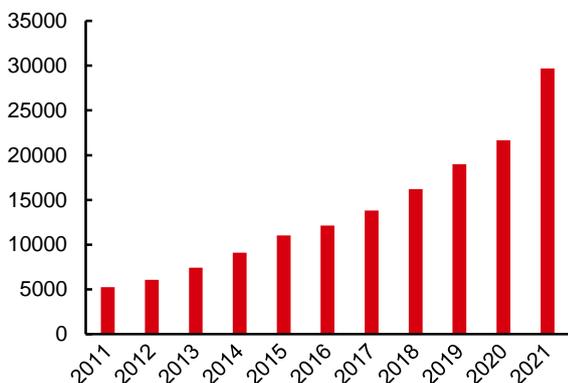


资料来源：ICI，中信证券研究部

日本 iDeCo 计划对于投资信托（主要投向股票、债券等金融资产）的投资比例也不断增加，2021 年 3 月达到 63.8%，未来有望为资本市场带来持续的长期资金。参考美国和日本的经验，若我国个人养老金持续入市，将为我国资本市场带来接近十万亿体量的增量资金。日本 iDeCo 计划规模从 2011 年的 5255 亿日元提高到 2021 年的 2.97 万亿日元，资产配置中投向投资信托的比例由 2016 年的 41.89% 提高到 2021 年的 63.80%。而日本

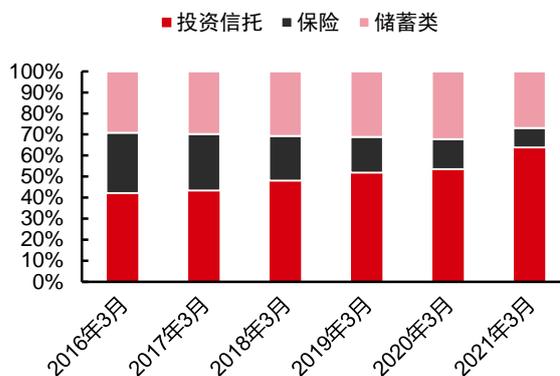
投资信托主要投向股票、债券和基金，未来随着 iDeCo 计划规模的不断扩张预计仍将持续为日本资产市场带来长期稳定的资金增量。参考美日经验，个人养老金加速入市之后，有助于实现养老金与资本市场健康发展的有效匹配，预计将带来接近十万亿体量的增量资金，缓解我国资本市场投资者结构失衡，短期波动较大的问题。

图 37：日本 iDeCo 计划规模变化（亿日元）



资料来源：iDeCo 官网，中信证券研究部

图 38：日本 iDeCo 计划资产配置变化

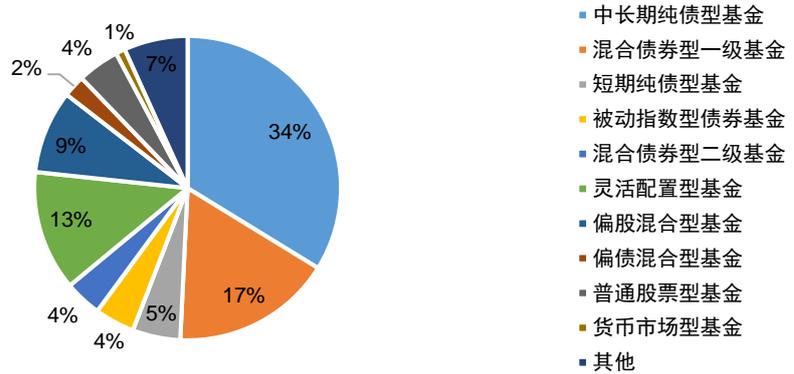


资料来源：iDeCo 官网，中信证券研究部

长钱入市，固收类资产配置比例最高

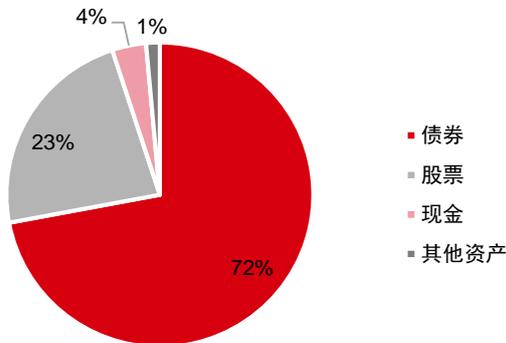
大多数养老金理财产品将固收类资产配置比例设置在 80% 以上，而符合监管要求的 84 只养老目标基金的资产配置中，2021 年底债券型基金占比达到 65%，根据 2022Q1 基金季报数据穿透后债券类资产占比达到 72%，我国第二支柱企业年金 2021 年债券类资产配置比例也达到了 86%，大量养老金入市后，预计将为债市带来规模庞大的增量资金。目前存续的 27 只理财产品中，除了光大理财（0-80%）和贝莱德建信理财（0-80%）外，均将固收类资产配置比例设置在 80% 以上。同时，根据证监会起草的《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》，我们统计了符合监管要求的 84 只养老目标基金年报披露的基金资产配置情况，债券型基金占比达到 65%，混合型基金达到 24%，普通股票型基金达到 4% 以上。继续对资产进行穿透之后，债券类资产占比达到 72%，权益类资产占比达到 23%。我国第二支柱企业年金 2021 年债券类资产配置比例也达到了 86%。若个人养老金大量入市，预计将为债市带来规模庞大的增量资金。

图 39：84 只养老目标基金各类型基金配置



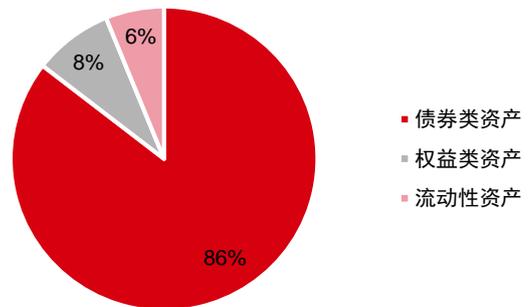
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2021 年底

图 40：84 只养老目标基金穿透后资产配置



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2022Q1

图 41：2021 年企业年金资产配置比例



资料来源：人社部，中信证券研究部

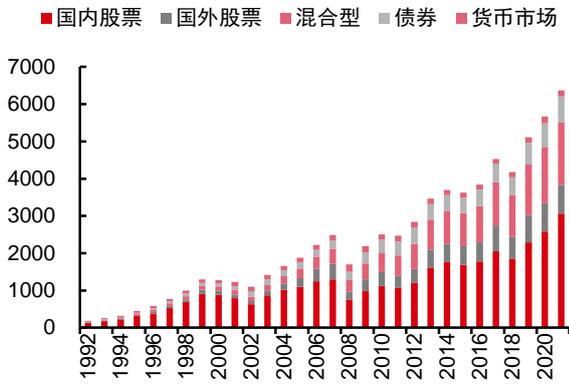
就具体券种而言，**高评级、长期限的债券将更受养老资金青睐**。目前，84 只符合监管要求的养老目标基金配置了 65% 的债券类基金，其中一半以上为中长期纯债基金。此外，鉴于养老金期限是所有资金中最长的，因此预计养老金在在固收类资产配置时可能更偏向于久期较长的资产。同时养老金对于资产的安全性要求较高，追求稳健的绝对收益，因此在债券类打底资产的配置中，更偏向于配置安全性更高的高评级债券。综合来看，高评级、长期限的债券预计将会成为养老金入市优先配置的品种。

长期来看，权益类资产配置比例或将提高至 40%

目前来看，我国养老金对于权益类资产的配置在 20% 左右，与国际水平相差较大，参考美国这一比例在 50% 左右，日本政府养老金投资基金（GPIF）也将权益资产目标配置比例由 2006 年的 20% 提高到 2020 年的 50%，韩国 NIP 权益类资产配置比例也达到 43.5%，未来我国养老金权益资产配置比例预计将逐步增加至 40% 左右。目前我国养老金融产品发展处于起步阶段，考虑到目标受众较低的风险偏好和相对欧美较短的资金期限，目前来看权益类资产配置比例在 20% 左右。在个人养老金加速落地之后，资金期限将大幅拉长。考虑到美国权益类资产的配置比例在 50% 左右，日本 GPIF 也将权益资产目标配置比例由 2006 年的 20% 提高到 2020 年的 50%，2022 年 4 月，韩国 NIP 权益类资产配置比例达到

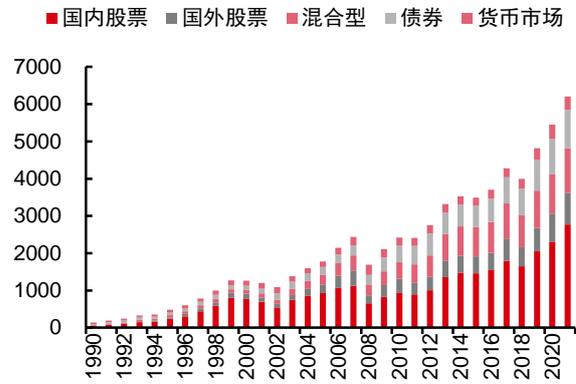
了 43.5%，长期来看，我国养老金权益类资产配置比例很有可能提高至 40%左右，以提高收益，增厚养老金的总规模。

图 42: 美国 DC 计划资金资产配置情况 (十亿美元)



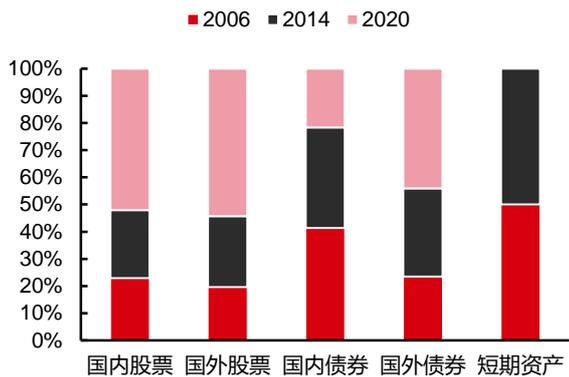
资料来源: ICI, 中信证券研究部

图 43: 美国 IRAs 计划基金资产配置情况 (十亿美元)



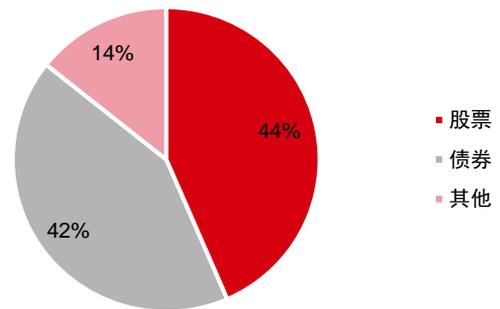
资料来源: ICI, 中信证券研究部

图 44: 日本 GPIF 目标资产配置比例



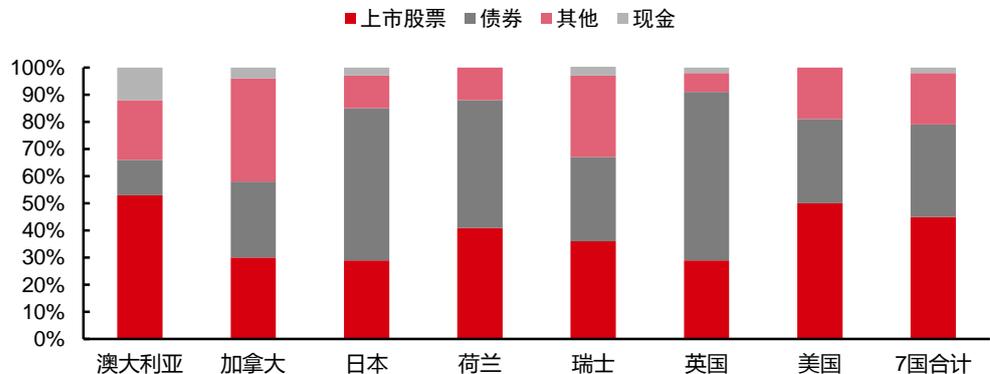
资料来源: GPIF2019 年报, 中信证券研究部

图 45: 2022 年 4 月韩国 NIP 权益类资产配置比例达到 43.5%



资料来源: NIP, 中信证券研究部

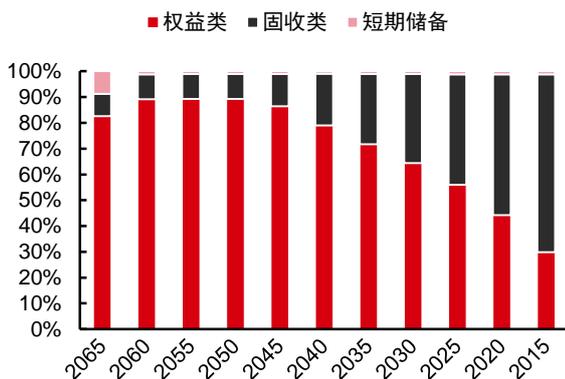
图 46: 各国 DB/DC 计划资产配置比例



资料来源: thinking ahead institute, 中信证券研究部

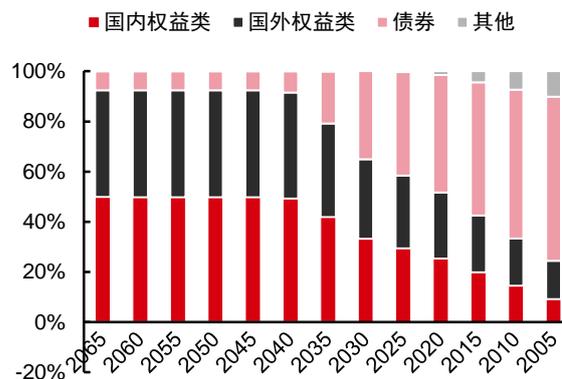
此前由于目标日期基金资金期限较短，难以真正实现生命周期的资产配置，个人养老金落地之后，参考美国富达和先锋领航基金目标日期在 2065 年的基金权益类资产配置比例分别为 89.2%和 92.58%，预计我国目标日期基金权益类资产配置比例将会大幅增加。此前由于目标日期基金资金期限较短，难以真正实现生命周期的资产配置，因此规模相较目标风险基金来说增长缓慢。在个人养老金这样的长期险资金入市后，符合生命周期曲线的资产配置将会真正得以贯彻。参考美国富达和先锋领航基金目标日期在 2065 年的基金权益类资产配置比例分别为 89.2%和 92.58%，预计目标日期较久的目标日期基金将会大幅提高权益类资产配置比例，随着目标日期临近而逐渐降低。

图 47：2022Q1 先锋领航不同目标日期基金的资产配置



资料来源：Vanguard，中信证券研究部

图 48：2022 年 5 月富达不同目标日期基金的资产配置



资料来源：Fidelity，中信证券研究部

参考美国权益市场长期“慢牛”行情，预计个人养老金长期入市后，将提高 A 股稳定性，有助于权益市场和养老金形成良性互动，相互成就。美国共同基金中，有 47%的资金来自 IRAs 和 DC 计划，这部分资金需要到退休后才可以取出，因此美国共同基金市场资金来源非常稳定，不会存在过度“追涨杀跌”导致基金规模大起大落，继而影响权益市场，造成大幅波动的情况。目前我国 A 股市场散户仍旧占据主导，投资短期化、情绪化现象较为严重，因此权益市场波动较大，大部分投资者处于亏损状态。在个人养老金长钱入市后，由于资金长期稳定，预计将带动 A 股市场波动降低，形成长期“慢牛”行情，与养老金良性互动、相互成就。

国内宏观

总量数据

1-6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 42702.2 亿元，同比增长 1.0%。6 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 0.8%，由连续两个月下降转为正增长，利润增速较上月回升 7.3pcts，其中制造业利润下降 9.0%，降幅较上月收窄 9.5pcts。6 月纺织服装、家具、印刷、农副食品加工行业利润分别同比增长 44.7%、20.6%、3.8%、1.9%，由降转增。6 月装备制造业利润同比增长 4.1%，拉动规模以上工业企业利润增速较上月回升 4.0pcts，其中汽车制造业利润由下降转为大幅增长 47.7%。1-6 月计算机、通信和其他电子设备制造业利润增速仅为-6.6%。

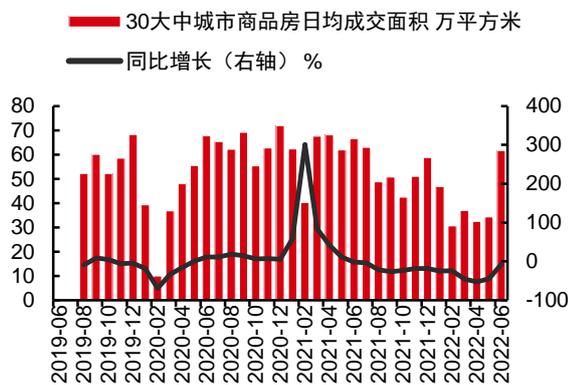
6月疫情得到有效控制，产业链供应链修复明显，工业和制造业利润增速较5月大幅改善。由于线下购物显著回暖，运输受阻情况明显改善，消费品制造业利润降幅收窄。随着产业链供应链持续恢复，重点地区企业复工复产加快，装备制造效益状况显著好转。受全球供应链受阻和居民消费需求不振影响，电子产业链成本和收入承压，利润表现难改颓势。

高频数据

房地产市场方面，截至7月29日，30大中城市商品房成交面积累计同比下降33.86%，其中一线城市累计同比下降30.24%，二线城市累计同比下降29.89%，三线城市累计同比下降45.62%。上周整体成交面积较前一周上升3.40%，一、二、三线城市周环比分别为-21.14%、13.20%、10.98%。重点城市方面，北京、上海、深圳商品房成交面积累计同比涨跌幅分别为-25.76%、-32.30%、-21.01%，周环比涨跌幅分别为59.70%、-28.95%、-53.72%。7月28日，中共中央政治局召开会议审议了《关于十九届中央第九轮巡视情况的综合报告》。会议强调，要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。

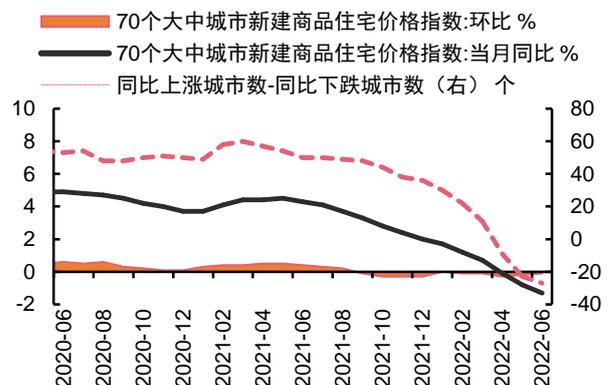
航运指数方面，截至7月29日，BDI指数下降11.70%，收1895点。CDFI指数下降7.19%。其中，通常用于运输煤炭或谷物的巴拿马型货轮的日均盈利下降，巴拿马型船运价指数下跌，月跌幅为17.5%，连续第四个月下跌；海岬型船运价指数下跌至2081，创近三周以来新低，海岬型船日均获利下降。

图 49：房地产成交量同比增速



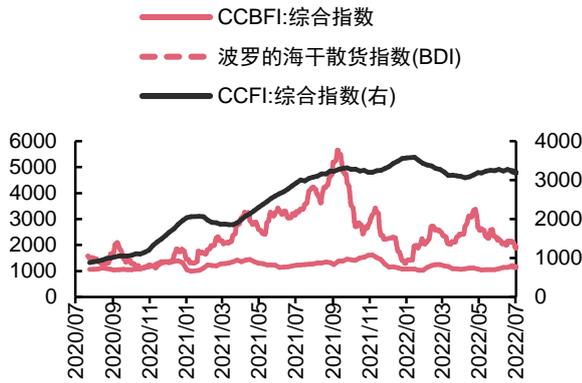
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 50：住宅价格环比增速



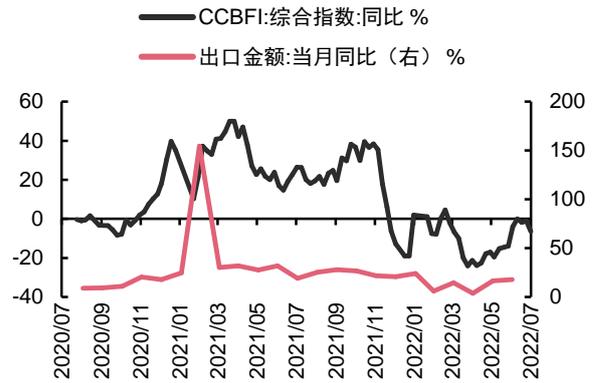
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 51: 主要航运指数



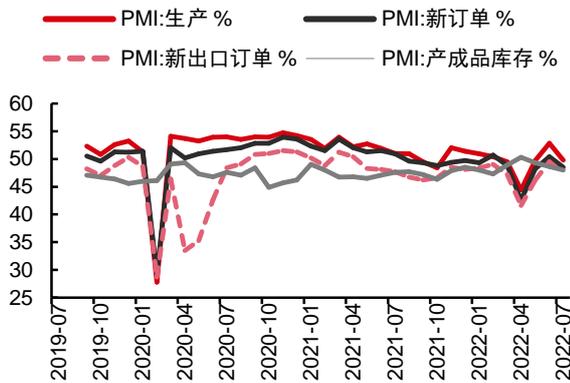
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 52: CCBFI 同比与出口同比



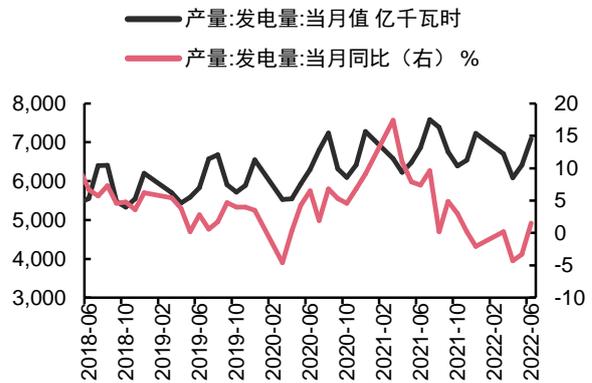
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 53: PMI



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 54: 发电量及同比增速



资料来源: Wind, 中信证券研究部

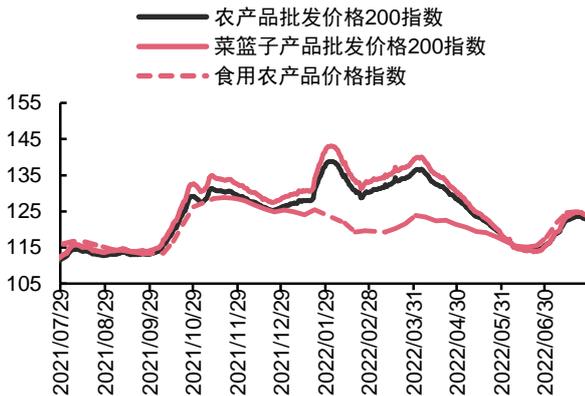
通货膨胀：猪肉价格持续下跌，鸡蛋价格小幅上涨，工业品价格大体上行

截至 7 月 29 日，农业农村部 28 种重点监测蔬菜平均批发价较前周下跌 1.25%。从主要农产品来看，生意社公布的外三元猪肉价格为 21.20 元/千克，较前周下跌 5.65%；鸡蛋价格为 9.94 元/千克，较上周上涨 0.61%。本周猪肉价格整体承压持续下行。供给端，规模企业生猪出栏逐步恢复，生猪市场供应逐步回升，阶段性供应偏紧局面缓解；需求端，终端需求持续疲软，屠宰企业采购顺畅进而启动压价收购。猪价整体承压回落，市场供需博弈依旧剧烈，养殖户惜售挺价心态不减，终端肉类市场需求持续低迷，预计猪价将继续承压下行，但整体下跌空间有限。本周鸡蛋价格小幅上涨。供给端，蛋鸡进入“歇伏期”，蛋鸡产蛋率降低，新开产蛋鸡数量略有增多，但整体有限；需求端，主销区看北方受湿热天气影响走货偏弱，需求略有好转，鸡蛋下游经销商入市采购积极性提升，市场流通速度加快。预计后续鸡蛋价格以震荡偏强走势为主。

截至 7 月 29 日，南华工业品指数较前一周上升 5.95%。能源价格方面，WTI 原油期货价报收 98.62 美元/桶，较前周上升 4.14%。钢铁产业链方面，Myspic 综合钢价指数为 151.23，较前周上升 2.73%。经销商螺纹钢价格为 4023.33 元/吨，较前周上升 4.99%，

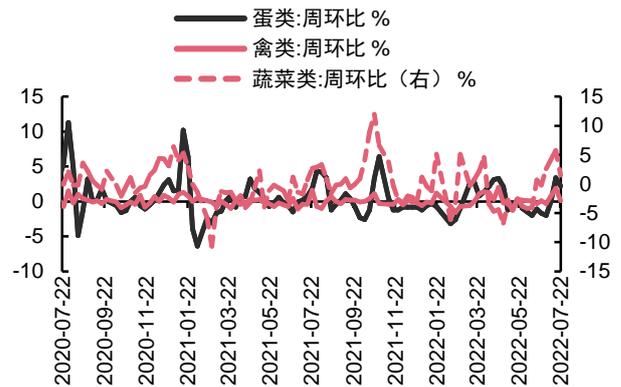
上游澳洲铁矿石价格为 801.33 元/吨，较前周上升 16.51%。建材价格方面，水泥价格为 382.00 元/吨，较前周下降 0.26%。本周澳洲铁矿石价格大幅反弹。铁矿和煤焦等原材料价格下跌使得盘面利润边际好转，钢厂通过近期减产逐渐缓解钢材高库存压力，随着盘面利润和现货利润逐步修复，部分库存较低的钢厂进行补库操作，需求有所好转，铁矿石价格上涨。铁矿供强需弱局面有望好转，预计短期内铁矿石价格偏强运行。

图 55：三大高频物价指数



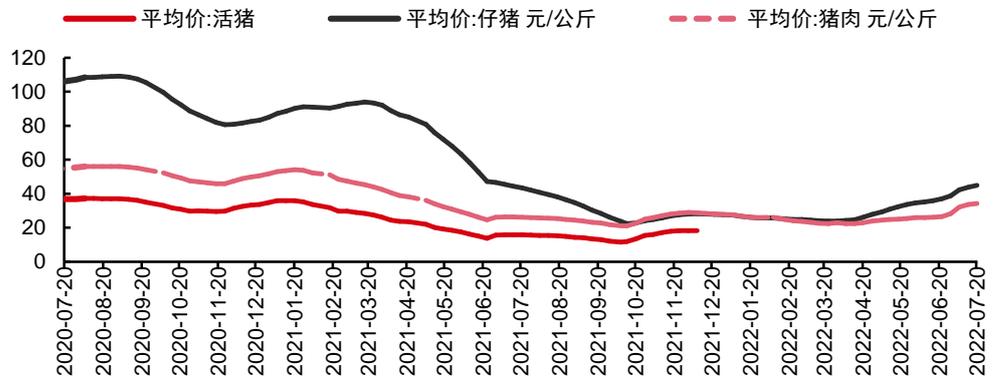
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 56：商务部农产品价格



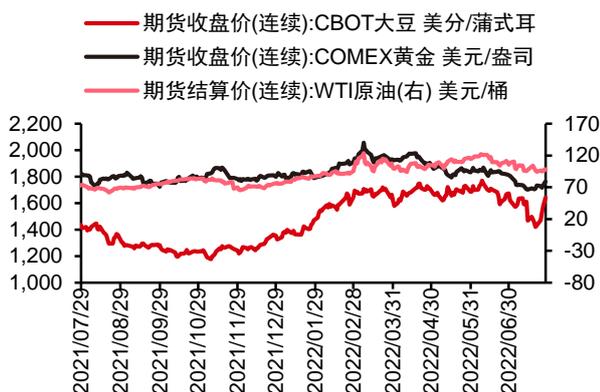
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 57：猪肉价格



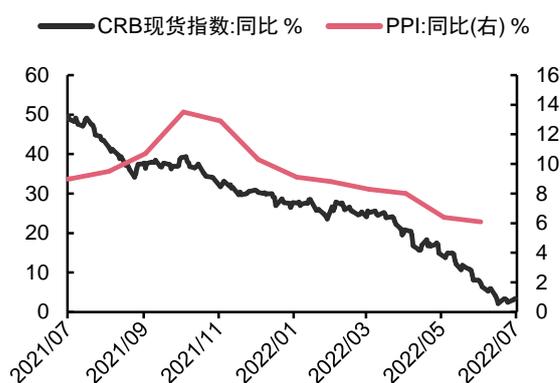
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 58: 大宗商品价格



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 59: CRB 指数同比领先 PPI 同比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

重大事件回顾

7 月 25 日, 国务院同意建立由国家发改委牵头的数字经济发展部际联席会议制度。主要职责包括推进实施数字经济发展战略, 统筹数字经济发展工作, 研究和协调数字经济领域重大问题; 协调制定数字化转型、促进大数据发展、“互联网+”行动等数字经济重点领域规划和政策等。(资料来源: 中国政府网)

7 月 26 日, 国家主席习近平同印度尼西亚总统佐科举行会谈时强调, 中方愿继续扩大进口印尼大宗商品和优质农副产品, 积极参与建设印尼新首都和北加里曼丹工业园, 扩大发展融资合作, 在数字经济、绿色发展等领域培育新增长点。佐科表示, 欢迎中方积极参与印尼新首都和北加里曼丹绿色工业园建设, 加强“全球海洋支点”构想同共建“一带一路”倡议战略对接, 深化投资、技术、疫苗、医疗卫生等领域合作。(资料来源: 央视新闻)

7 月 27 日, 国务院新闻办公室就“加快建设能源强国 全力保障能源安全”举行发布会。国家能源局局长章建华表示在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下, 能源战线坚定不移推进能源革命, 能源强国建设进一步推进, 安全保障能力进一步提升, 有力支撑服务了经济社会持续健康发展。同时表示能源消费清洁低碳转型步伐加快, 能源供给能力和质量显著提升, 能源技术创新能力进一步增强, 能源体制机制改革稳步推进, 能源国际合作布局更加优化。(资料来源: 中国政府网)

7 月 28 日, 中共中央政治局召开会议, 分析研究当前经济形势, 部署下半年经济工作。会议指出, 做好下半年经济工作, 要全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求, 巩固经济回升向好趋势, 着力稳就业稳物价, 保持经济运行在合理区间, 力争实现最好结果。会议强调, 宏观政策要在扩大需求上积极作为, 财政货币政策要有效弥补社会需求不足, 用好地方政府专项债券资金, 货币政策要保持流动性合理充裕; 要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力, 优化国内产业链布局。(资料来源: 中国共产党中央政治局)

7月29日，国务院常务会议部署进一步扩需求举措，推动有效投资和增加消费；部署毫不松懈抓好秋粮生产，确保实现全年粮食丰收。会议指出，要发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用，督促地方加快专项债使用，以市场化方式用好政策性开发性金融工具。推动消费继续成为经济主拉动力。除个别地区外，限购地区要增加汽车指标数量、放宽购车资格限制。打通二手车流通堵点。延续免征新能源汽车购置税政策。支持刚性和改善性住房需求。鼓励地方对绿色智能家电等予以适度补贴。（资料来源：中国政府网）

国际宏观：美国联邦目标基金利率加息 75bps

美国方面：

7月26日，美国公布6月新房销售今值为4.9万套，前值为5.9万套。（数据来源：美国商务部）

7月27日，美国公布7月22日当周EIA商业原油增量为-452.3万桶，前值为-44.5万桶；6月原油库存今值为9.1583亿桶，前值为9.3758亿桶。（数据来源：EIA美国能源信息署、EIA官网）

7月28日，美国公布联邦目标基金利率今值为2.50，前值为1.75；第二季度GDP初值环比折年率今值为-0.90%，前值为-1.60；第二季度季调后个人消费支出环比折年率今值为1.00%，前值为1.80%；7月23日当周季调后初次申请失业金人数为25.6万人，前值为26.1万人。（数据来源：美联储FOMC会议、美国经济分析局、美国劳工部）

7月29日，美国公布6月核心PCE物价指数同比上升4.79%，前值为4.67；6月季调后人均可支配收入折年数为5.5864万美元，前值为5.5519万美元；6月季调后个人消费支出为171.356千亿美元，前值为169.545千亿美元。（数据来源：美国经济分析局）

欧洲方面：

7月29日，欧盟公布第二季度欧元区季调后实际GDP初值环比上升0.70%，前值为0.50%；第二季度欧元区季调后实际GDP初值同比上升4.00%，前值为5.40%。（数据来源：欧盟统计局）

流动性监测：银质押利率与SHIBOR利率涨跌互现

公开市场操作：流动性净回笼 120 亿元

上周（7月25日-7月29日）有160亿元逆回购投放，280亿元逆回购到期，净回笼120亿元。本周（8月1日-8月5日）有160亿元逆回购资金自然到期。

表 13：上周公开市场操作情况（亿元）

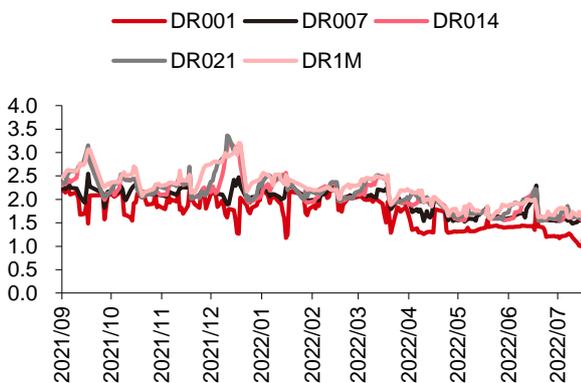
	2022-7-25		2022-7-26		2022-7-27		2022-7-28		2022-7-29	
	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼
7天逆回购	50	-120	50	-70	20	-30	20	-30	20	-30

	2022-7-25	2022-7-26	2022-7-27	2022-7-28	2022-7-29
14 天逆回购					
28 天逆回购					
6 个月 MLF					
1 年期 MLF					
1 年期 TMLF					
降准					
国库现金定存					
投放总计	160				
到期总计	-280				
净投放	-120				

资料来源: Wind, 中信证券研究部

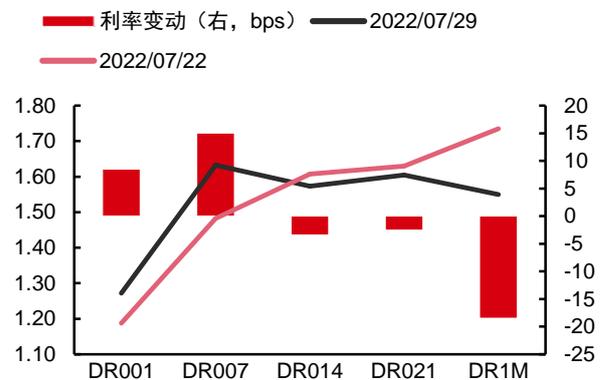
货币市场：银质押利率涨跌互现，SHIBOR 利率涨跌互现。 DR001 加权平均利率为 1.27%，较上周变动 8.50bps；DR007 加权平均利率为 1.63%，较上周变动 15.03bps；DR014 加权平均利率为 1.57%，较上周变动-3.41bps；DR021 加权平均利率为 1.61%，较上周变动-2.50bps；DR1M 加权平均利率为 1.55%，较上周变动-18.46bps。截至 7 月 29 日，SHIBOR 方面，隔夜、7 天、1 个月、3 个月对比上周分别变动 6.0bps、7.0bps、-2.0bps、-4.7bps 至 1.25%、1.71%、1.74%、1.85%。

图 60: 银行间回购加权利率



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 61: 银行间回购加权利率周变动



资料来源: Wind, 中信证券研究部

国际金融市场：美股欧股全线上涨

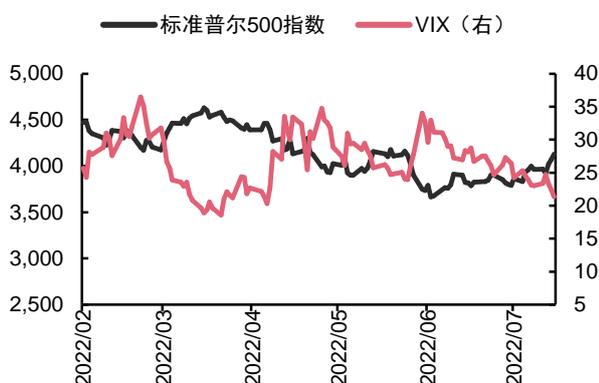
美国市场：美股全线上涨

7 月 25 日-7 月 29 日: 美国三大股指全线收涨, 道指涨 2.97%, 标普 500 指数涨 4.26%, 纳指涨 4.70%。

周一, 美国 7 月达拉斯联储商业活动指数-22.6, 为 2020 年 5 月以来新低, 预期-22, 前值-17.7, 当天美国三大股指收盘涨跌互现, 道指涨 0.28%, 标普 500 指数涨 0.13%, 纳指跌 0.43%。周二, 美国 7 月大企业联合会消费者信心指数报 95.7, 为连续第三个月下

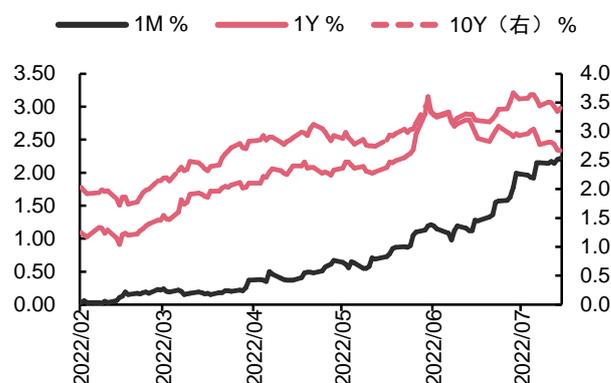
降，并创 2021 年 2 月以来新低，预期 97.2，前值由 98.7 修正至 98.4，当天美国三大股指全线收跌，道指跌 0.71%，标普 500 指数跌 1.15%，纳指跌 1.87%。周三，美国 6 月耐用品订单环比升 1.9%，为 2021 年 11 月以来最大增幅，预期降 0.5%，前值升 0.8%，当天美国三大股指全线收涨，道指涨 1.37%，标普 500 指数涨 2.62%，纳指涨 4.06%。周四，美国将基准利率上调 75 个基点至 2.25%-2.50%，这使得六月和七月累计加息 150 个基点，为 1980 年代初以来最大幅度，当天美国三大股指全线上涨，道指涨 1.03%，标普 500 指数涨 1.21%，纳指涨 1.08%。周五，美国 6 月核心 PCE 物价指数同比上升 4.8%，环比上升 0.6%，创逾一年来最大增幅，当天美国三大股指全线收涨，道指涨 0.97%，标普 500 指数涨 1.42%，纳指涨 1.88%。

图 62：标普 500 和标普 500 波动率(VIX)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 63：美国国债收益率



资料来源：Wind，中信证券研究部

欧洲市场：欧股全线上涨

7 月 25 日-7 月 29 日：欧洲三大股指全线收涨，德国 DAX 指数涨 1.74%，法国 CAC40 指数涨 3.73%，英国富时 100 指数涨 2.02%。

周一，德国 7 月商业景气指数从上月的 92.2 点降至 88.6 点，为 2020 年 6 月以来最低值，制造业、服务业、贸易和建筑业均环比显著下降，当天欧股三大股指收盘涨跌互现，德国 DAX 指数跌 0.33%，法国 CAC40 指数涨 0.33%，英国富时 100 指数涨 0.41%。周二，欧洲央行管委埃尔南德斯德科斯表示，欧元区通胀前景的风险仍在上升，并且已经加剧，风险包括欧元区经济持续恶化、能源和食品价格持续高企，当天欧股三大股指收盘大体下跌，德国 DAX 指数跌 0.86%，法国 CAC40 指数跌 0.42%，英国富时 100 指数持平。周三，德国 8 月 GFK 消费者信心降至负 30.6 点，连续两个月创历史新低，反映德国消费者信心的经济前景，收入预期和购买倾向三项指标均环比下降，当天欧洲三大股指收盘全线上涨，德国 DAX 指数涨 0.53%，法国 CAC40 指数涨 0.75%，英国富时 100 指数涨 0.57%。周四，德国 7 月 CPI 初值环比上升 0.9%，预期为 0.6%，前值为 0.1%，当天欧股三大股指收盘涨跌不一，德国 DAX 指数涨 0.88%，法国 CAC40 指数涨 1.30%，英国富时 100 指数跌 0.04%。周五，欧元区 7 月 CPI 初值同比升 8.9%，超出市场预期，并再创历史新高，7 月欧元区能源价格同比上涨 39.7%，是推升当月通胀的主因，当天欧股三大股指收盘全线上涨，德国 DAX 指数涨 1.52%，法国 CAC40 指数涨 1.72%，英国富时 100 指数

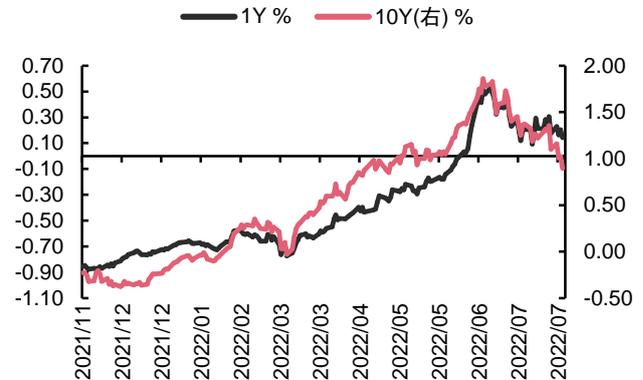
涨 1.06%。

图 64: 欧洲交易所指数



资料来源:

图 65: 欧元区公债收益率 (%)



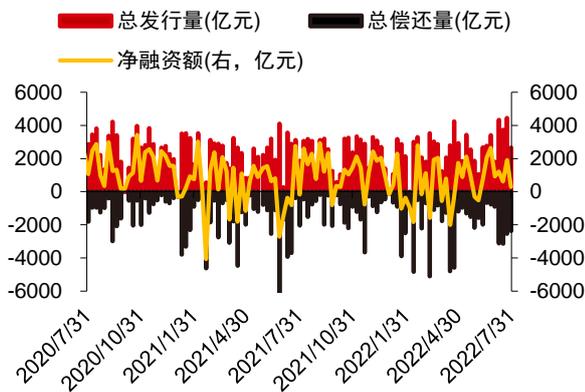
资料来源:

■ 债市数据盘点：利率债收益率全面下行

一级市场：本周计划发行 6 只利率债

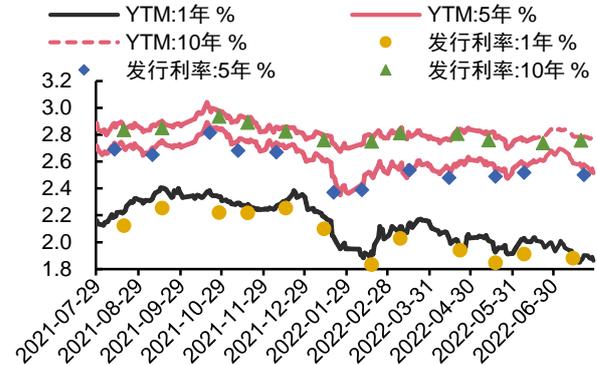
上周（7 月 25 日-7 月 29 日）一级市场共发行 23 只利率债。本周（8 月 1 日-8 月 5 日）计划发行 6 只利率债，计划发行总额 1710.00 亿元。

图 66: 利率债发行到期



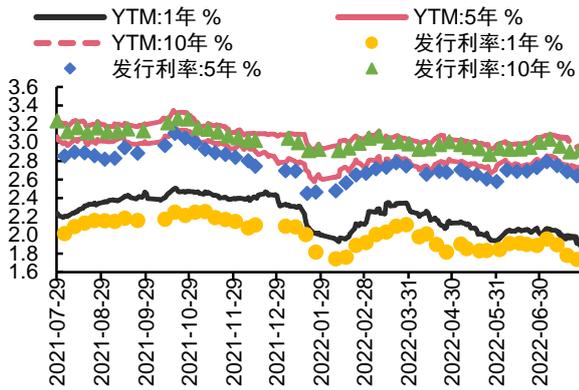
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 67: 国债中标利率与二级市场水平



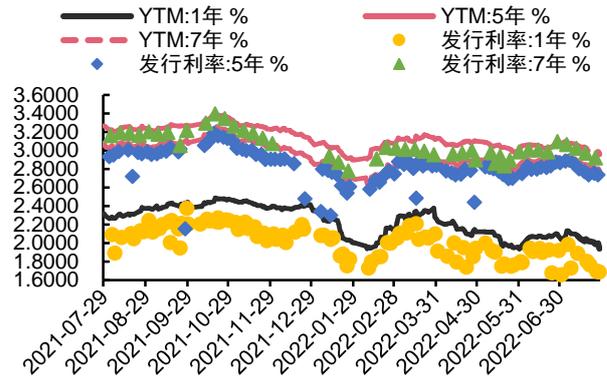
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 68：国开债中标利率与二级市场水平



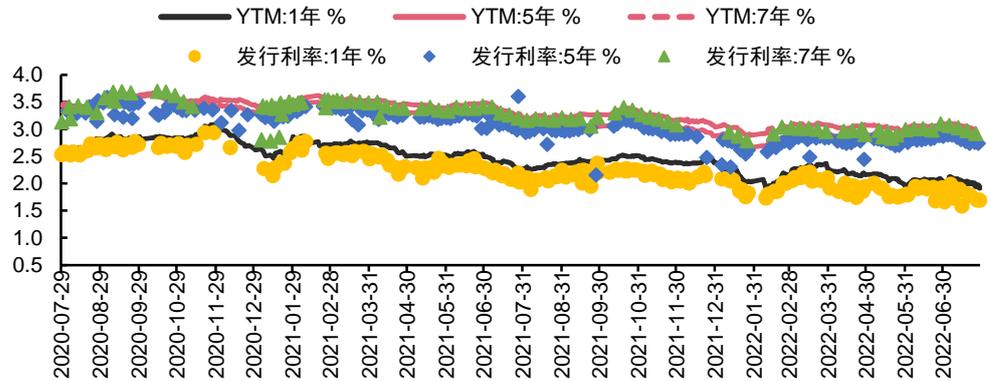
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 69：进出口债中标利率与二级市场水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 70：农发债中标利率与二级市场水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 14：本周计划发行利率债产品

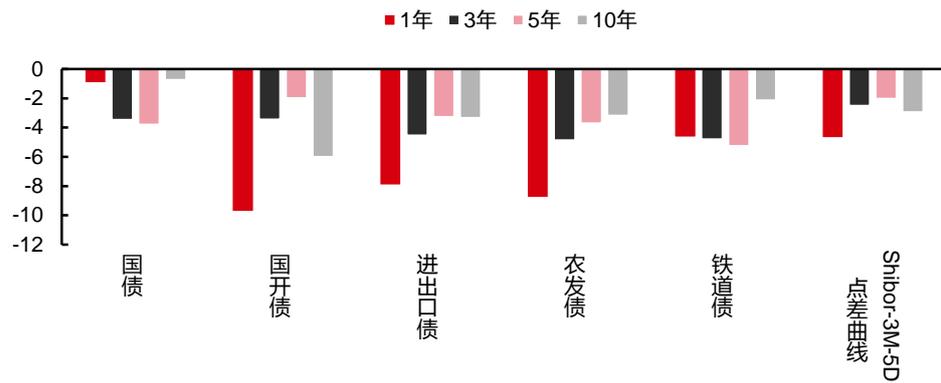
交易代码	债券简称	发行起始日	发行规模(亿)	发行期限(年)	Wind 债券类型(二级)
220406Z.IB	22 农发 06(增发)	2022-08-01	50.0000	3.0000	政策银行债
220402Z20.IB	22 农发 02(增 20)	2022-08-01	60.0000	5.0000	政策银行债
092218003Z06.IB	22 农发清发 03(增发 6)	2022-08-02	50.0000	2.0000	政策银行债
092218002Z22.IB	22 农发清发 02(增发 22)	2022-08-02	50.0000	7.0000	政策银行债
220014X.IB	22 附息国债 14(续发)	2022-08-03	850.0000	1.0000	国债
229941.IB	22 贴现国债 41	2022-08-05	650.0000	0.4986	国债
合计			1710.00		

资料来源：Wind，中信证券研究部

二级市场：利率债收益率全面下行

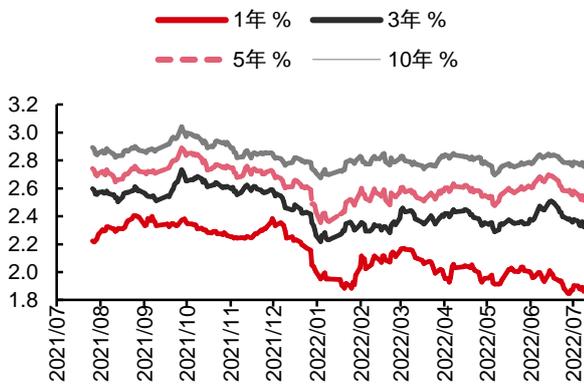
上周利率债收益率全面下行。截至 7 月 29 日，国债方面，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动-0.94bp、-3.47bps、-3.80bps、-0.75bp。国开债方面，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动-9.72bps、-3.44bps、-1.98bps、-6.00bps。

图 71：主要利率债产品上周变动



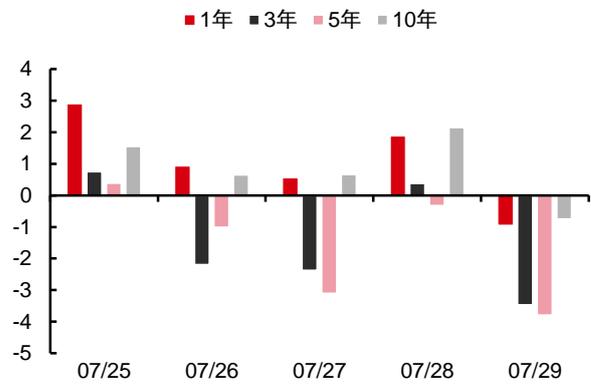
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 72：银行间国债收益率走势



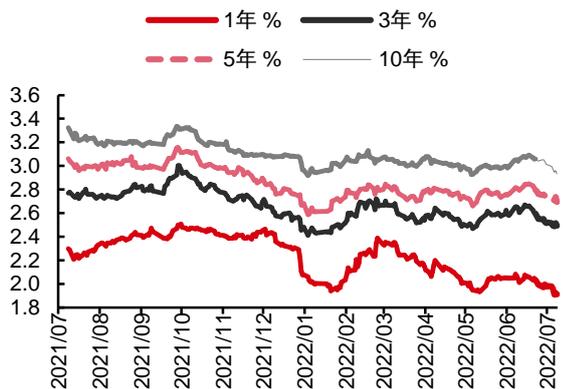
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 73：银行间国债每日变动（相较上周）



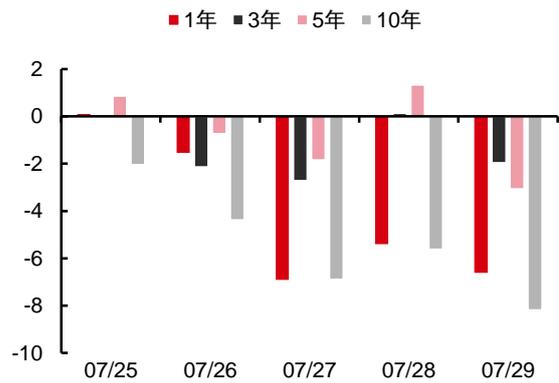
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 74：银行间国开行金融债收益率走势



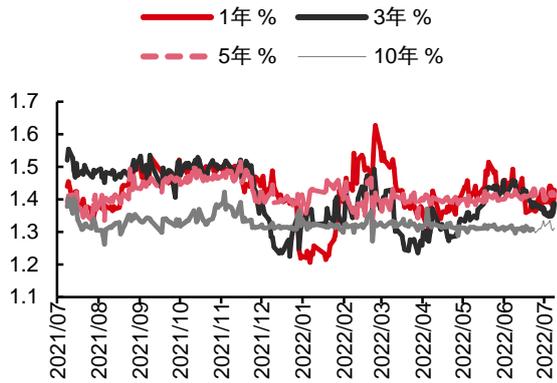
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 75：银行间国开债每日变动（相较上周）



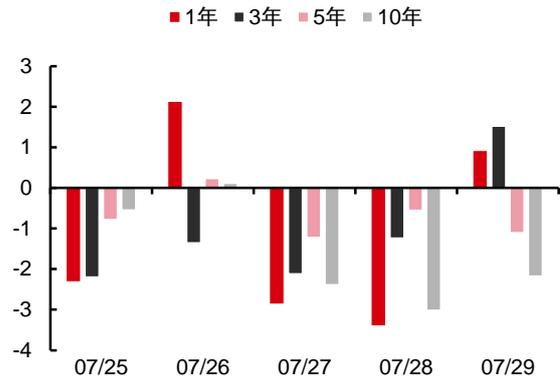
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 76: 银行间国开行定存浮息债扯平利率走势



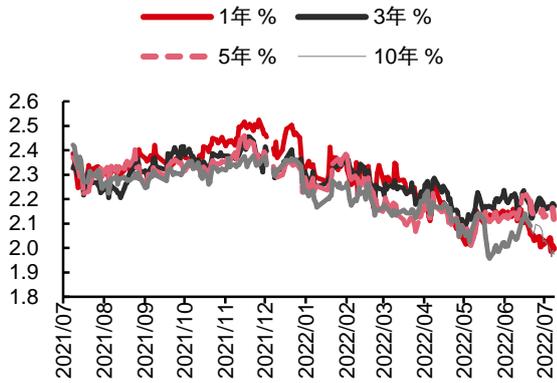
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 77: 国开定存浮息债每日变动 (相较于上周)



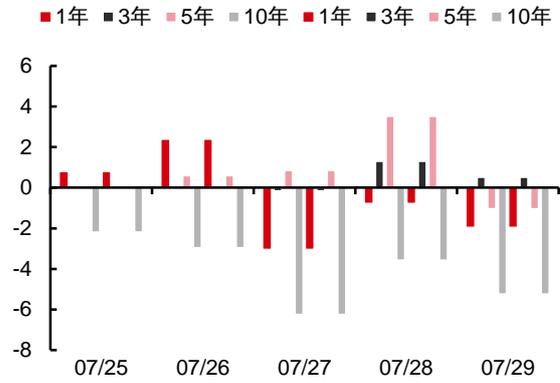
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 78: 银行间国开行 SHIBOR 浮息债扯平利率



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 79: 国开 SHIBOR 浮息债每日变动 (相较于上周)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd. 地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH00001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM00010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。