

## 非银金融

2021年07月01日

## 基于美国及日本养老政策猜想我国第三支柱养老金

——财富管理行业深度研究系列三

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

龚思匀（联系人）

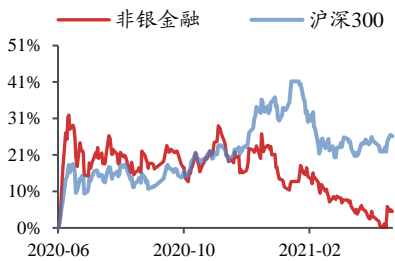
gaochao1@kysec.cn

gongsiyun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790120110033

### 行业走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《行业周报-基金投顾试点再扩容，继续看好财富管理龙头》-2021.6.27

《行业周报-基金新发回暖，看好中报高速增长标的》-2021.6.20

《上市保险公司5月保费收入数据点评-负债端持续承压，风险偏好提升或带来边际变化》-2021.6.15

### ● 第三支柱养老政策或涉及多方面，头部及资产端优势金融机构将优先受益

从海外发展情况来看，养老金是美国财富管理发展的重要推动因素。我国目前养老金第一支柱财政负担较重，第二支柱覆盖率较低，第三支柱规模较小，监管多次公开表态将发展养老金第三支柱，推动第三支柱养老金入市，未来我国养老金或将成为财富管理发展的催化剂。参考美国及日本第三支柱发展情况，未来政策或将涉及账户、产品、税收优惠等方面，对金融机构而言，银行在账户端有先天优势，受益程度较大，账户管理和产品供给为关键，头部机构和资产端有优势的公司有望优先受益。东方财富在客户端和平台方面有先发优势，有望受益；东方证券、兴业证券和广发证券旗下参控股基金公司有望带来资产端优势，头部券商中信证券和中金公司综合优势强，有望在本轮养老金政策中受益。

### ● 美国养老体系：第三支柱快速增长，个人选择权较高

美国养老体系中，第一支柱为联邦社保基金，主要资金来源为雇员及雇主缴纳的工资税，主要由 OASDI 信托基金管理，只能投资于债券，整体投资较为稳健。第二支柱包括 DB 和 DC 计划，近几年 DC 计划快速增长，DC 计划中 401(K) 占比最高，在管理机构选择上，401(K) 由雇主选择管理机构，管理机构提供多种投资组合供雇员选择，整体资产投向以偏股型基金为主。第三支柱包括传统 IRA、罗斯 IRA、雇主发起式 IRA 三类，其中传统 IRA 占比最高，罗斯 IRA 占比快速提升，传统 IRA 资金流向中，从 401(K) 计划转滚存为主要资金来源，个人可在银行、券商、基金公司等金融机构中选择 IRA 管理机构，目前多数美国家庭选择专业金融机构进行管理，其中券商占比最高，IRA 整体资产投向以偏股型基金为主。美国养老金入市下，为资本市场带来稳定发展资金，同时也促进指数基金和目标基金发展，为基金公司发展带来机遇。

### ● 日本养老体系：以第一支柱为主，第三支柱 NISA 个人选择权较高

日本养老金第一支柱包括国民年金和厚生年金，整体规模最大，国民年金覆盖度较广，具有强制性，整体领取金额相对较低；厚生年金主要覆盖企业员工、公务员等，退休后领取金额相对较高，两者均由 GPIF 管理，整体资产投向以股票和债券为主，权益类产品占比超过 50%，以被动管理为主。第二支柱包括 DB 和 DC 计划，DC 计划参与人数快速增长，覆盖率持续上行。在资产投向方面，DB 计划以固收类产品为主，DC 计划以存款为主。第三支柱包括 iDeCo 和 NISA，其中 NISA 占比较高，个人可从金融机构白名单中选择管理机构，管理机构将提供存款、基金、保险产品等产品供个人进行选择，资产投向以偏股型基金为主。NISA 本质上是个人储蓄账户，税收优惠吸引力整体较大，可投资于股票、基金、REITS 等产品，从资产投向上看，基金和股票为主要资产投向。

### ● 风险提示：政策落地不及预期；市场竞争不断加剧。

## 目 录

1、 美国养老体系：第三支柱发展较快 .....	5
1.1、 第二支柱占比较高，第三支柱快速发展.....	5
1.1.1、 第一支柱：联邦社保基金.....	5
1.1.2、 第二支柱：雇主养老金计划.....	6
1.1.3、 第三支柱：个人退休储蓄账户（IRA）.....	10
1.2、 养老金占资本市场比重不断提升 .....	14
1.3、 专业金融机构优势明显，基金公司迎来发展机遇.....	15
1.3.1、 专业金融机构占优 .....	15
1.3.2、 指数基金和目标基金快速发展，基金公司迎来新机遇.....	17
2、 日本养老体系：第一支柱占比较高 .....	21
2.1、 第一支柱：国民年金和厚生年金 .....	21
2.2、 第二支柱： DB 和 DC 年金计划 .....	24
2.3、 第三支柱： iDeCo 和 NISA.....	26
3、 国内养老金：第三支柱养老政策或将涉及多方面.....	30
3.1、 国内养老金：第三支柱规模较小 .....	30
3.2、 政策猜想：或将涉及账户、产品、税收优惠等方面.....	37
3.3、 金融机构：账户管理及产品提供权为关键.....	41
4、 投资结论 .....	42
5、 风险提示 .....	43

## 图表目录

图 1： 美国五层金字塔养老体系 .....	5
图 2： 养老金规模快速增长，第二支柱占比较高（单位：十亿美元） .....	5
图 3： OASDI 规模逐渐趋稳.....	6
图 4： OASDI 基金收益率逐渐下降 .....	6
图 5： 2019 年 OASDI 基金资产配置以长期债券为主 .....	6
图 6： 2020 年 OASDI 基金资产配置以长期债券为主 .....	6
图 7： 雇主养老金计划在美国养老金市场中占比最高（单位：亿美元） .....	7
图 8： DC 计划占比逐渐提升.....	8
图 9： 401(K)计划在 DC 中占比较高 .....	8
图 10： 401(K)计划中共同基金占比较高.....	10
图 11： 401(K)共同基金中权益类占比较高 .....	10
图 12： IRA 规模快速增长，占比不断提升（单位：十亿美元） .....	10
图 13： 传统 IRA 占比较高，罗斯 IRA 占比快速提升.....	12
图 14： 传统 IRA 资金流向中，转滚存为主要资金来源（单位：十亿美元） .....	13
图 15： 共同基金为 IRA 主要资产投向.....	13
图 16： 传统 IRA 的共同基金占比最高.....	14
图 17： IRA 中权益类资产占比较高.....	14
图 18： 养老金占 GDP 比重较高 .....	14
图 19： 养老金中偏股型基金占资本市场比重不断提升.....	15
图 20： 大多数 IRA 用户在制定退休策略时会咨询专业的财务顾问.....	15

图 21: 养老金中共同基金占全市场基金规模比重不断提升.....	17
图 22: 指数型基金费率远低于主动管理型基金.....	18
图 23: 养老金指数基金占指数基金规模比重较高.....	18
图 24: 养老金中指数基金规模占比不断提升.....	18
图 25: 指数型基金占比不断提升.....	18
图 26: 目标日期基金规模快速增长.....	19
图 27: 使用目标日期基金的投资者占比不断提升.....	19
图 28: 养老金中目标基金规模占比不断提升.....	19
图 29: 富达投资养老金布局较早.....	20
图 30: 富达目标日期基金根据退休年龄自动匹配资产配置.....	21
图 31: 日本养老金包括三大支柱体系.....	21
图 32: 2020 末 GPIF 资产管理规模达 179 万亿日元.....	23
图 33: 权益类资产占比提升.....	24
图 34: GPIF 以被动管理为主.....	24
图 35: 权益类资产收益率持续提升.....	24
图 36: 整体收益率上行.....	24
图 37: DB 计划规模较高.....	25
图 38: DC 计划人数快速增长.....	25
图 39: DC 计划人数覆盖率持续上升.....	25
图 40: DB 计划人数稳步增长.....	26
图 41: DB 计划人数覆盖率较高.....	26
图 42: DB 计划以固收类产品为主.....	26
图 43: 2017 年 DC 计划以存款、保险和平衡型基金为主.....	26
图 44: iDeCo 整体资产规模增长较快.....	28
图 45: 资产投向以基金为主.....	28
图 46: 基金投资以偏股型基金为主.....	28
图 47: NISA 账户整体规模较高, 增速较快.....	29
图 48: NISA 账户整体规模较高, 增速较快.....	30
图 49: 我国已建立三支柱养老体系.....	30
图 50: 第一支柱占比较高.....	31
图 51: 第一支柱覆盖率较高.....	32
图 52: 2020 年基本养老保险规模有所下滑.....	32
图 53: 城镇职工养老保险支出对收入占比提升.....	32
图 54: 财政补贴占城镇职工基本养老保险比重上升.....	32
图 55: 2019 年社保基金整体规模为 2.6 万亿元.....	34
图 56: 2020 年企业年金规模约 2.2 万亿元.....	35
图 57: 企业年金占 GDP 比重仅 2%左右.....	35
图 58: 企业覆盖率较低.....	35
图 59: 参与职工覆盖率较低.....	35
图 60: 我国自然人持股市值不断下降.....	42
表 1: 雇主养老金计划包括 DB 和 DC 计划.....	7
表 2: 税收优惠吸引较大.....	8
表 3: 雇主供款部分包括两种归属模式.....	9
表 4: 权益类资产为 401(K)主要投资选择.....	9

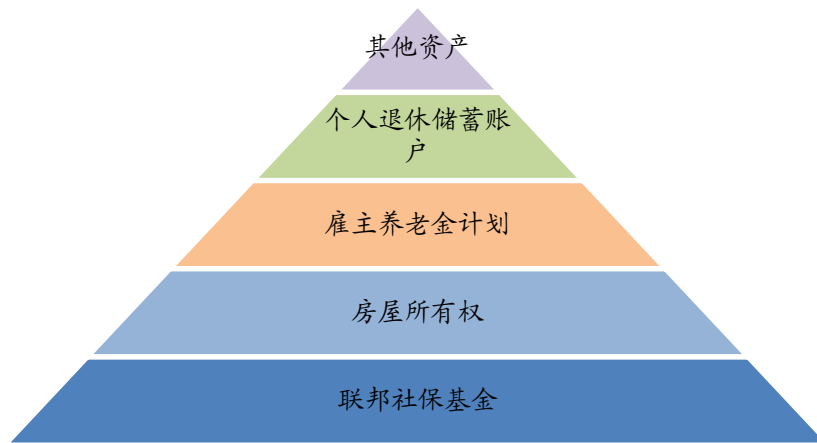
表 5: IRA 主要有三类 .....	10
表 6: IRA 账户在开设、存入、支取等方面均有限制 .....	11
表 7: 雇主发起式养老计划与 IRA 可相互转换 .....	12
表 8: 401 (K) 与 IRA 账户转换各有优缺点 .....	12
表 9: IRA 账户主要由专业投资机构管理 .....	16
表 10: 401K 资产规模靠前的主要为基金公司及退休计划服务类公司 .....	16
表 11: 富达针对传统 IRA 提供三种管理方案 .....	20
表 12: 富达提供两种 IRA 投资方案 .....	20
表 13: 第一支柱包括国民年金和厚生年金 .....	22
表 14: GPIF 设置资产准入门槛 .....	23
表 15: 企业型养老金计划有税收优惠 .....	25
表 16: iDeCo 覆盖人群较为广泛, 缴费额度有所差异 .....	27
表 17: 受托金融机构白名单中银行数量较多 .....	27
表 18: NISA 账户包括三类 .....	29
表 19: 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构成 .....	31
表 20: 基本养老保险采用委托投资模式 .....	32
表 21: 基本养老保险投资范围有所限制 .....	33
表 22: 社保基金为重要补充来源 .....	34
表 23: 企业年金采用委托方式管理 .....	36
表 24: 企业年金可投资于银行存款、股票、基金等产品 .....	36
表 25: 税延型养老保险采用 EET 税收优惠 .....	37
表 26: 政府频频表态肯定发展养老金第三支柱 .....	38
表 27: 两会代表针对第三支柱养老保障提出建议 .....	38
表 28: 政策或将涉及账户、管理机构、税收优惠等多方面 .....	40
表 29: 受益标的估值表 .....	43

## 1、美国养老体系：第三支柱发展较快

### 1.1、第二支柱占比较高，第三支柱快速发展

**五层金字塔养老体系。**美国投资公司协会(ICI)采用五层金字塔描述美国养老体系，从下至上依次为联邦社保基金、房屋所有权、雇主养老金计划、个人退休储蓄账户、其他资产，其中联邦社保基金、企业年金、个人退休储蓄账户分别为美国养老金一二三支柱。

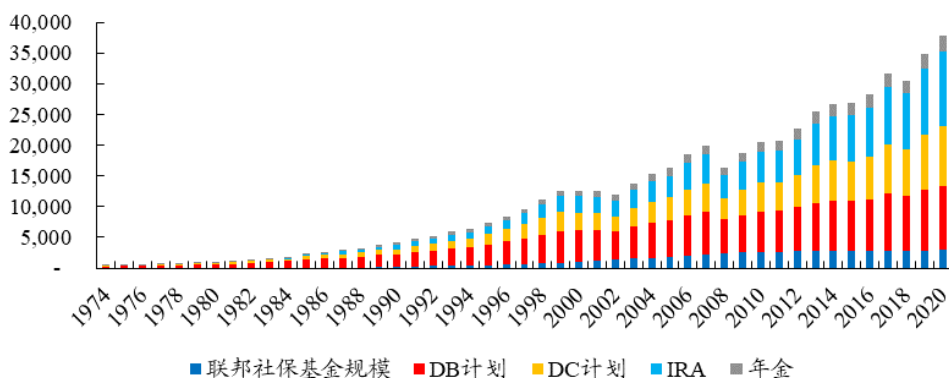
图1：美国五层金字塔养老体系



资料来源：ICI、开源证券研究所

**养老金规模快速增长，第二支柱占比较高。**1978-2020年，美国养老金规模快速增长，从4150亿美元增长至38万亿美元，年均复合增速约10%。养老金结构中，第二支柱占比较高，随着第三支柱快速增长，第二支柱占比有所下降，2020年第一二三支柱占比分别为8%/53%/32%。

图2：养老金规模快速增长，第二支柱占比较高（单位：十亿美元）



数据来源：ICI、开源证券研究所

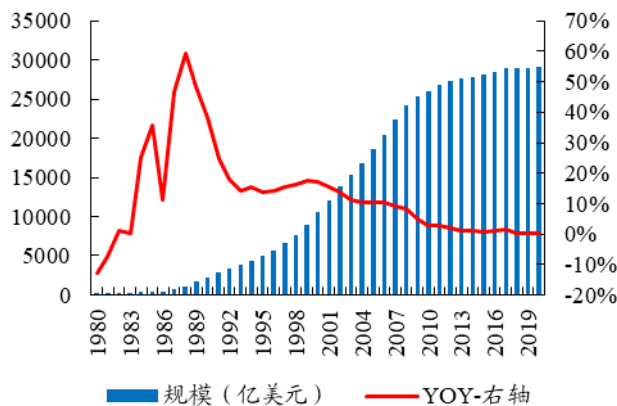
#### 1.1.1、第一支柱：联邦社保基金

**联邦社保基金为退休基础保障。**联邦社保基金为退休金字塔中最基础的保障，低收入人群的主要保障，主要资金来源为雇员及雇主缴纳的工资税，针对雇主和雇员的社会保障税率均为6.2%，合计12.4%，2020年最高可征税收入额为13.77万美元，

福利公式高度渐进，对于终身收入较低的工人，福利占收入的比例较高。

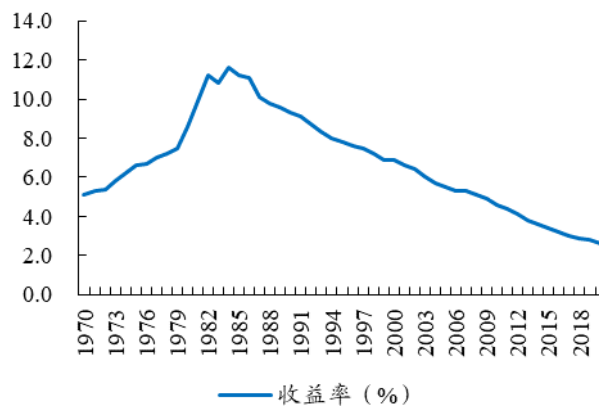
主要由 OASDI 信托基金管理，整体投资较为稳健。联邦社保基金由两个独立信托基金 OASI 基金和 DI 基金运作，由于《联邦社会保障法案》对于基金投资的要求，联邦社保基金只能投资于美国政府对于本金和利息都予以担保的债券，整体收益率较低。

图3: OASDI 规模逐渐趋稳



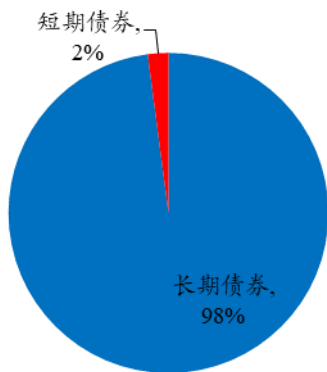
数据来源: SSA、开源证券研究所

图4: OASDI 基金收益率逐渐下降



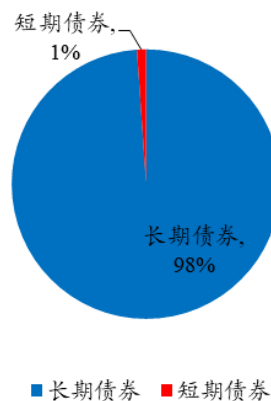
数据来源: SSA、开源证券研究所

图5: 2019 年 OASDI 基金资产配置以长期债券为主



数据来源: SSA、开源证券研究所

图6: 2020 年 OASDI 基金资产配置以长期债券为主

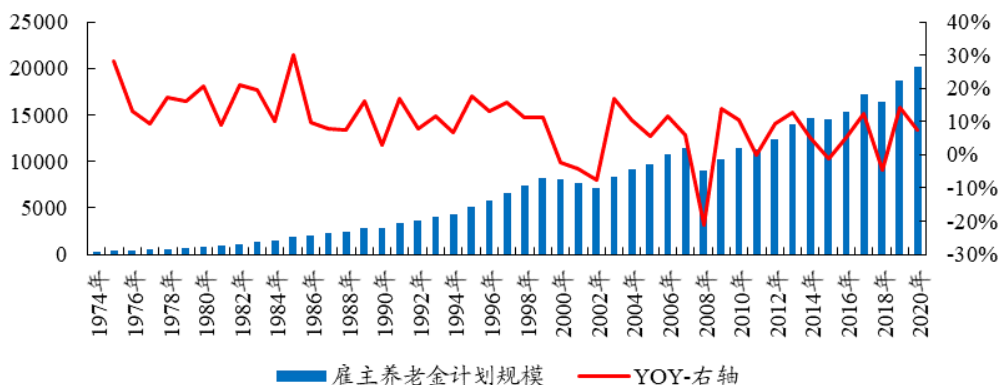


数据来源: SSA、开源证券研究所

## 1.1.2、第二支柱：雇主养老金计划

### ● 概述

雇主养老金计划在美国养老金市场中占比最高。雇主养老金计划为美国养老金第二支柱，2020 年末，美国雇主养老金计划总规模约 2.0 万亿美元，占比呈逐年下降，占美国养老市场比重从 1974 年的 77% 下降至 2020 年的 53%，但占比仍为最高。

**图7：雇主养老金计划在美国养老金市场中占比最高（单位：亿美元）**


数据来源：ICI、开源证券研究所

**雇主养老金计划包括 DB 和 DC 计划。**DB 计划 (Defined Benefit Plan) 为确定领取型, 退休待遇根据约定公式计算出来, 计划保证退休后固定的退休金额领取水平, 该计划通常只由雇主供款, 根据雇主不同, DB 计划包括私营部门 DB 计划、州和地方政府 DB 计划。DC 计划 (Defined Contribution Plan) 为确定缴费型, 雇主不保证员工退休后的领取标准, 建立员工个人账户, 雇员需要缴费, 同时雇主按一定比例配套缴费, 雇员决定账户的投资并承担风险。根据针对群体不同, DC 计划包括 401(K)、403 (B) 等, 其中 401(K) 为主要类型。

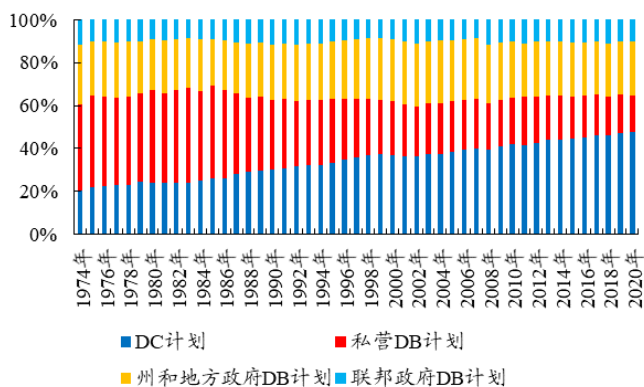
**401(K) 享受税收优惠, DC 计划占比不断提升。**DC 计划中的 401(K) 计划采用 EET 模式, 雇员在缴费和产生投资收益时免税, 在领取时征税, 税收递延下雇员不仅可以赚取纳税部分的复利, 同时退休时收入较低, 累进税率下退休后缴税可能享受更多税收优惠。同时, DC 计划相对 DB 计划更加灵活, DB 计划在雇员工作调动时不可转移, 而 DC 计划灵活可转移, 可随工作变动转移账户, 在 80 年代之后 DC 计划占比快速提升, 从 1974 年-2020 年, DC 计划占比从 20% 提升至 48%。

**表1：雇主养老金计划包括 DB 和 DC 计划**

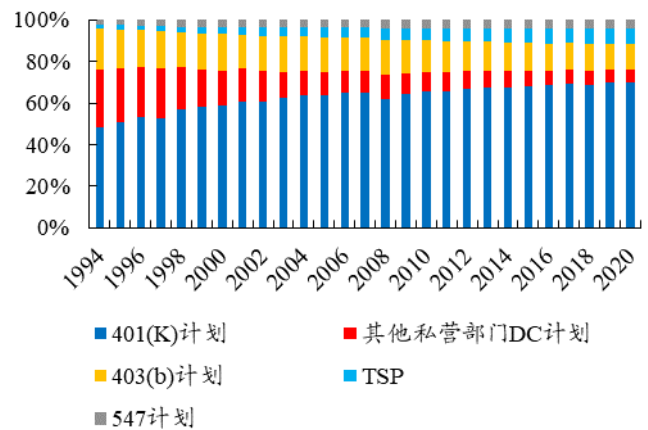
	DC 计划	DB 计划
名称	确定缴费型 (Defined Contribution Plan)	确定领取型 (Defined Benefit Plan)
概要	雇主不保证员工退休后的领取标准, 雇主和雇员按一定比例缴费, 雇员自行决定账户投资并承担风险	雇主供款并承担主要风险, 计划保证退休后固定的退休金领取水平
类型	401(K): 合格雇员计划, 由雇员超过 5 人的盈利性组织发起	私营部门 DB 计划
	403(B): 避税年金计划, 通常由公共教育部门及其他非盈利性雇主发起	
	457 计划: 州及地方政府合格延迟薪酬计划, 为州、地方政府以及其他非营利性免税机构发起	联邦、州和地方政府 DB 计划
	TSP 计划: 联邦政府雇员节俭储蓄计划, 由联邦政府发起	
税收优惠	401(K) 在缴纳和投资过程中免税, 领取时纳税	一般缴款免税
管理机构	雇主选择一个或多个投资机构以及这些投资机构的几个或最多几十个具体投资产品, 然后将所选择的清单提供给个人账户的拥有者	雇主选择专业的管理机构, 包括银行、券商、基金公司等, 管理机构决定投资方向并选择投资机构或产品, 个人不参与投资过程

资料来源：ICI、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

**图8: DC 计划占比逐渐提升**


数据来源: ICI、开源证券研究所

**图9: 401(K)计划在 DC 中占比较高**


数据来源: ICI、开源证券研究所

相比无优惠模式，税收优惠吸引较大。企业年金税收优惠的政策的形式主要分为八种，并借助字母 E(Exempting, 代表免税)和 T(Taxing, 代表征税)的组合来表示，T 和 E 的组合分别代表缴费、投资、领取阶段的征税和免税情况。以 1000 元为例，假设雇员在年金计划期初缴费额为 1000 元，10 年后退休，连续投资 10 年，每年投资收益率 10%，三个阶段的所得税率均为 20%，在 EET 和 TEE 模式下，税后净领取额均为 2075 元，而 TTE 模式下，税后净领取额为 1820 元，相比无税收优惠，税收优惠吸引较大。

**表2: 税收优惠吸引较大**

阶段 (单位: 元)		EET	TEE	TTE	TTT
概述		缴费和投资阶段免税, 领取阶段征税	缴费阶段征税, 投资和领取阶段免税	缴费和投资阶段征税, 领取阶段免税	三个阶段均不免税
缴费阶段	缴费额	1000	1000	1000	1000
	征税额	-	200	200	200
	税后额	1000	800	800	800
投资阶段	投资净收益	1,594	1,275	1,275	1,275
	征税额	-	-	255	255
	税后投资净收益	1,594	1,275	1,020	1,020
领取阶段	领取时终值	2,594	2,075	1,820	1,820
	征税额	519	-	-	364.00
	税后净领取额	2,075	2,075	1,820	1,456

数据来源: ICI、开源证券研究所

**401 (K) 有最晚领取时间要求，提前取款有额外税负。**在领取方面，401 (K) 计划要求最晚领取时间为 72 岁之后，取款方式可以是一次性取出，也可以是周期性的分期取款，如果在参与者 59.5 岁之前取款，需要支付 10% 的额外税。



雇主供款部分包括两种授予计划，根据服务年限归属雇员。401(K)计划中，员工对自己缴纳的部分拥有全部归属权，对于雇主缴纳部分，有悬崖授予计划和分级授予计划两种模式，悬崖授予计划下，雇员在第一年和第二年无权获得雇主缴纳的养老金，工作3年之后100%获得雇主缴款；分级授予计划根据工作年限每年获得20%的授予权，到第六年时完全获得全部授予权。

**表3: 雇主供款部分包括两种归属模式**

服务年限	悬崖授予计划	分级授予计划
1	0%	0%
2	0%	20%
3	100%	40%
4	100%	60%
5	100%	80%
6	100%	100%

数据来源: IRS、开源证券研究所

### ● 资金投向

401(K)提供多种投资组合，权益类基金为主要投资选择。在对雇员进行前期调查、设立401(K)计划后，雇主选择一个或多个投资机构以及这些投资机构的几个或最多几十个具体投资产品，然后将所选择的清单提供给个人账户的拥有者，并提供不同投资产品投资内容、风险程度、收益前景等方面的咨询，最后让个人进行选择。根据ICI数据，2017年平均每种401(K)计划为参与者提供了28种投资选择，资产低于100万美元的计划平均提供22种选择。投资选择中，股票型基金、国内债券基金为最有可能投资选择，平均每种投资选择中提供9.6只国内股票型基金。从401(K)资产分布上看，共同基金占比较高，且呈上行趋势，共同基金中权益类占比较高，2020年国内外股票型基金占比58%。

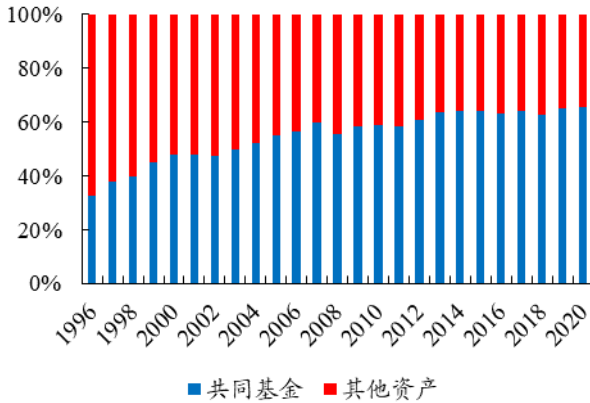
**表4: 权益类资产为401(K)主要投资选择**

2017年	股票型基金		混合基金		债券基金		货币基金	GICs	其他
	国内	国际	目标日期基金	非目标日期基金	国内	国际			
投资组合中每种资产提供可能性	99.70%	98.50%	82.40%	63.70%	98.10%	20.70%	44.70%	69.50%	65.80%
每种投资组合中平均每种资产选择数量	9.6	3.3	7.8	1.5	3	0.2	0.5	0.8	1.1

数据来源: ICI、开源证券研究所

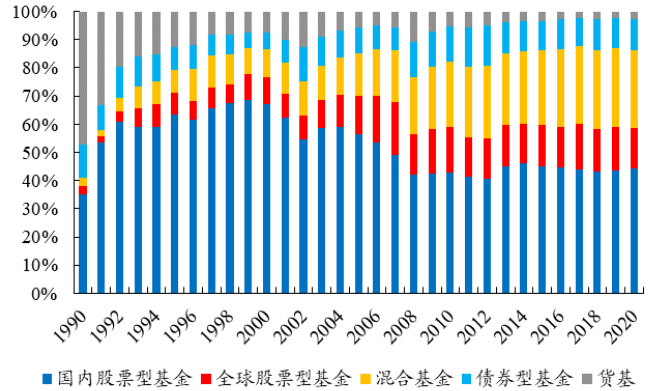
注: 其他包括商品基金、房地产基金以及个人股票、债券。

图10: 401(K)计划中共同基金占比较高



数据来源: ICI、开源证券研究所

图11: 401(K)共同基金中权益类占比较高



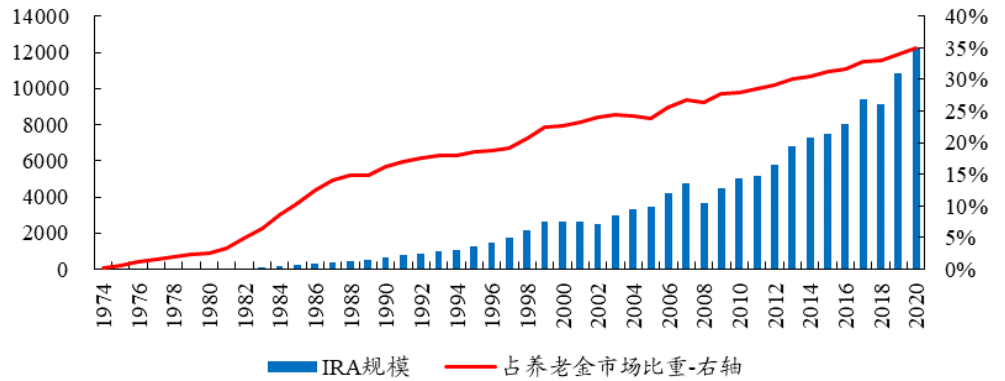
数据来源: ICI、开源证券研究所

### 1.1.3、第三支柱: 个人退休储蓄账户 (IRA)

#### ● 概述

IRA 包含三大类, 规模快速增长。1974 年《雇员退休收入保障法案》允许雇员个人定期向指定账户存入部分收入以建立个人退休金账户, 通过税收优惠的政策鼓励个人进行退休储蓄。IRA 账户主要包括传统 IRA、罗斯 IRA、雇主发起式 IRA 三大类。整体 IRA 规模快速增长, 占比不断提升, 2020 年 IRA 占养老金市场比重提升至 35%。

图12: IRA 规模快速增长, 占比不断提升 (单位: 十亿美元)



数据来源: ICI、开源证券研究所

表5: IRA 主要有三类

类型	起始时间	特点	税收优惠	
传统 IRA (Traditional IRA)	1974 年	个人缴费, 在金融机构建立个人退休账户, 开设年龄不超过 70.5 岁, 达到规定年龄后必须开始领取资金, 提前领取将补扣税款, 由个人委托符合条件的第三方金融机构管理	EET 模式, 缴纳和投资过程中免税, 领取时纳税	
罗斯 IRA (Roth IRA)	1997 年	个人缴费, 在金融机构建立个人退休账户, 无开设年龄限制	TEE 模式, 纳税额为税后金额, 领取时无需纳税	
雇主发起式 IRA	SEP IRA	1978 年	成立与运营简单、成本低、缴费灵活、雇主为所有雇员等额缴费	可以通过免税递延薪资缴纳, 期间收益不纳税, 领取时才纳税
	SAR-SEP	1986 年	参与者选择性工薪延期缴费, 雇主为雇员缴费	可以通过免税递延薪资缴纳, 期间收

IRA			益不纳税，领取时才纳税
SIMPLE IRA	1996年	适用于100人以下的公司，且无其他养老计划，雇主每年必须缴费	缴纳额全部或部分税前扣除，期间投资收益不纳税，领取时才纳税

资料来源：ICI、开源证券研究所

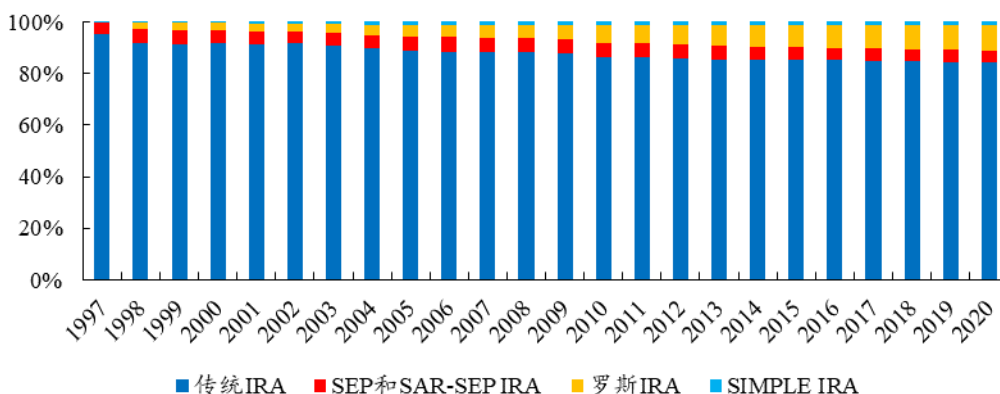
**IRA 账户在开设、存入、支取等方面均有限制。**传统 IRA 与罗斯 IRA 相比普通经纪账户，享受更多税收优惠，整体在开设上有一定年龄或收入限制，同时存入上限根据收入和年龄不同，每年存入上限约 6000 美元，超出上限需要额外缴纳税款，同时在支取方面，传统 IRA 在 59.5 岁之后可以支取，在 72 岁之后必须支取，罗斯 IRA 则无最低支取金额限制。

**表6: IRA 账户在开设、存入、支取等方面均有限制**

项目	传统 IRA	罗斯 IRA
开设条件	(1) 70.5 岁以下 (2) 本人或配偶有应税收入	(1) 单身、户主或分居：调整后总收入小于 13.9 万美元； (2) 已婚且提交联合报税表：调整后总收入小于 20.6 万美元； (3) 已婚且分别提交报税表：调整后总收入小于 1 万美元
资金来源	个人税前收入	个人税后收入
存入上限	以下两者中的最小值： (1) 50 岁以下的用户上限为 6000 美元，50 岁以上用户上限为 7000 美元； (2) 应税收入 注：限额用于向所有传统 IRA 当年缴纳的总金额	(1) 单身、户主或分居：调整后总收入小于 12.4 万美元，最高存入 6000 美元（50 岁以上 7000 美元）；调整后总收入在 12.4-13.9 万美元：存入上限降低；调整后总收入大于 13.9 万美元，不能存入； (2) 已婚且提交联合报税表：调整后总收入小于 19.6 万美元，最高存入 6000 美元（50 岁以上 7000 美元）；调整后总收入在 19.6-20.6 万美元，存入上限降低；调整后总收入大于 20.6 万美元，不能存入； (3) 已婚且分别提交报税表：调整后总收入小于 0，最高存入 6000 美元（50 岁以上 7000 美元）；调整后总收入在 1 万美元以下：存入上限降低；调整后总收入大于 1 万美元，不能存入。
是否可以超出存入上限	超出部分每年额外缴纳 6% 税收	超出部分每年额外缴纳 6% 税收
合格支取条件	72 岁之后（对于 2019 年及之前的纳税年度，70.5 岁之后开始支取）每年必须领取最低金额	(1) 账户中的资金连续存满 5 年及以上 (2) 59.5 岁及以上或参与人发生残疾、死亡时支取
支取不足	不足部分需额外缴纳 50% 的税	无须缴税
提前支取	59.5 岁之前支取需缴纳 10% 的税（第一次购房、因身体残障失业、医疗费用超过调整后总收入 7.5% 除外）	本金无须缴税或罚金； 非合格支取将被征收 10% 的税（第一次购房、因身体残障失业、医疗费用超过调整后总收入 7.5% 除外）

资料来源：IRS、开源证券研究所

**传统 IRA 占比较高，罗斯 IRA 快速增长。**从各类型 IRA 规模占比上看，传统 IRA 占比较高，但占比有所下降，从 1997-2020 年，传统 IRA 占比从 95% 下降至 84%，罗斯 IRA 快速增长，2020 年占比提升至 10%。

**图13: 传统 IRA 占比较高, 罗斯 IRA 占比快速提升**


数据来源: ICI、开源证券研究所

**雇主发起式养老计划与 IRA 可相互转换。**美国第三支柱 IRA 并非独立存在, 而是和第二支柱养老计划形成互补和联通, 目前, 美国的法规允许合格的 IRA 计划和雇主发起式养老计划之间可以通过转滚存实现资产转换, 同时保留税收优惠的权利。IRA 计划可通过转滚存的方式为换工作的雇员留存其在雇主发起式养老金计划中享受到的税收优惠, 使原计划中的资产可以继续增值保值。

**表7: 雇主发起式养老计划与 IRA 可相互转换**

转入 \ 转出	传统 IRA	Roth IRA	政府 457 (b) 计划	合格雇主发起式养老金计划 (401(K)计划、DB 计划等)
传统 IRA	允许	允许	允许	允许
Roth IRA	不允许	允许	不允许	不允许
政府 457 (b) 计划	允许	允许	允许	允许
合格雇主发起式养老金计划 (401(K)计划、DB 计划等)	允许	允许	允许	允许

资料来源: ICI、开源证券研究所

**表8: 401 (K) 与 IRA 账户转换各有优缺点**

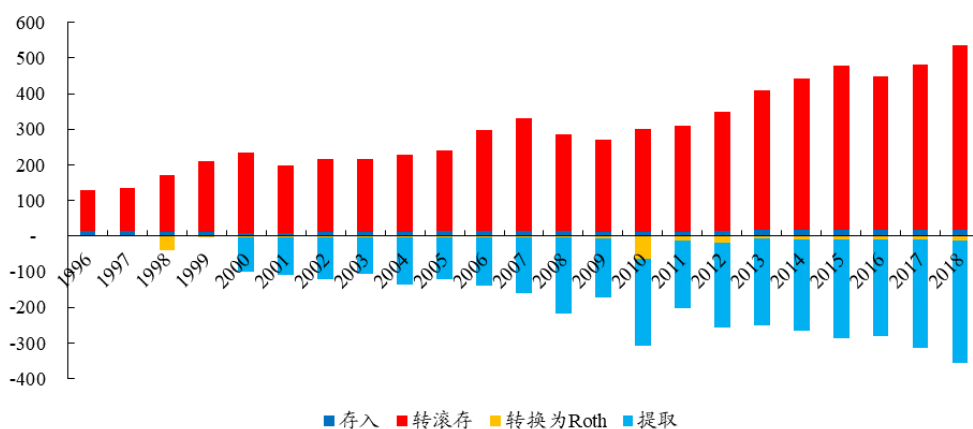
项目	优点	缺点
将 401(K)转换为传统 IRA	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 资金可以继续享受税收优惠</li> <li>● 可能有机会获得 401(k)中没有的投资选择</li> <li>● 可以将多个退休账户合并到一个 IRA 中以简化管理</li> <li>● IRA 提供商可能会提供其他服务, 例如投资指导</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 无法像使用 401 (K) 账户一样向 IRA 账户借款;</li> <li>● 根据选择的 IRA 提供商, 可能需要支付年费或其他费用来维持 IRA 账户;</li> <li>● 在 401(k) 计划中提供的某些投资可能不会在 IRA 中提供;</li> <li>● 无论在 72 岁时是否仍在工作, 传统 IRA 都需要每年从退休账户中取出最低金额。</li> </ul>
将 401(K)转换为罗斯 IRA	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 可以将 Roth 401(k) 供款和收入直接存入 Roth IRA 免税账户;</li> <li>● 没有最低取出金额;</li> <li>● 可能获得更多投资选择;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 不能像使用 401(k) 那样向 Roth IRA 借款;</li> <li>● 任何转入罗斯 IRA 的传统 401(k) 资产在转换时均需缴税;</li> <li>● 可能需要支付年费或其他费用来维持 Roth IRA;</li> </ul>

项目	优点	缺点
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Roth IRA 提供商可能会提供额外的服务，例如投资和指导；</li> <li>● 可以将多个退休账户合并到一个 Roth IRA 中以简化管理</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 401(k) 计划中提供的某些投资可能不会在罗斯 IRA 中提供。</li> </ul>

资料来源：开源证券研究所

**传统 IRA 资金流向中，转滚存为主要资金来源。**传统 IRA 资金主要包括存入和转滚存两个资金来源，其中转滚存占比较高，转滚存中主要来自雇主发起式养老计划的存入。资金流出包括转换为 Roth 和提取两部分，提取部分占比较高。

图14: 传统 IRA 资金流向中，转滚存为主要资金来源（单位：十亿美元）

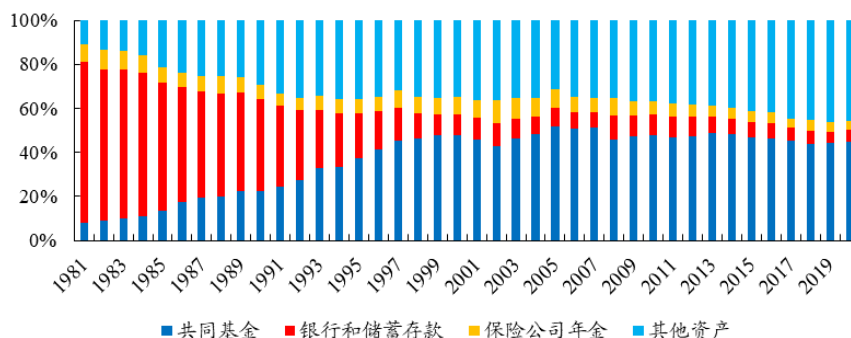


数据来源：ICI、开源证券研究所

### ● 资金投向

**IRA 不可投资于寿险和收藏品，共同基金为主要资产投向。**IRA 设有投资负面清单，不允许投资于寿险和艺术品、古董、宝石等收藏品。根据 ICI 统计，IRA 早期主要投向银行及储蓄存款，90 年代后，共同基金、其他资产（通过经纪账户持有的股票、债券、ETF 等）持续提升，2020 年占比分别为 45%/46%，共同基金逐渐成为主要资产投向。

图15: 共同基金为 IRA 主要资产投向

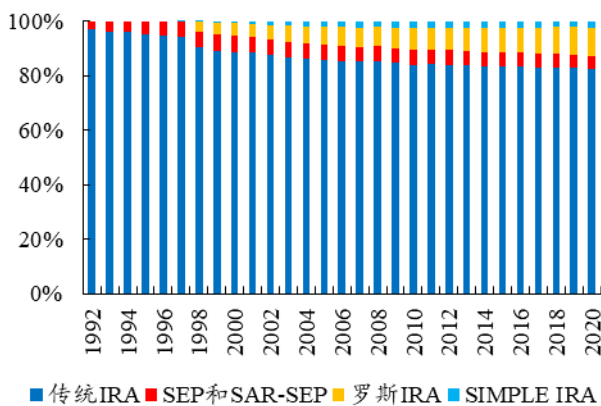


数据来源：ICI、开源证券研究所

注：其他资产指通过经纪账户持有的股票、债券、ETF 等

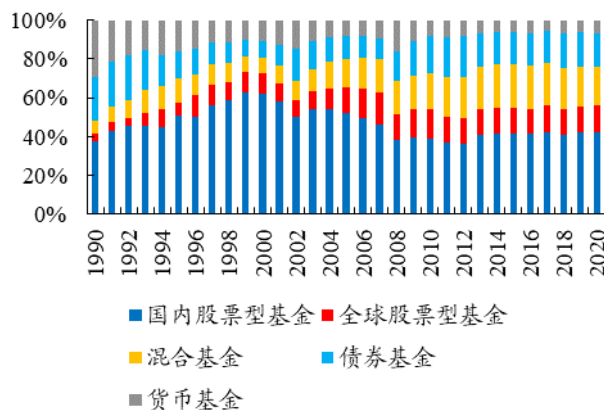
**IRA 共同基金中：传统 IRA 规模占比最高，权益类资产占比较高。**将 IRA 的共同基金规模按账户类型分，传统 IRA 共同基金规模最高，2020 年占比高达 83%，其次是罗斯 IRA；按基金类型分，权益类基金占比最高，2020 年股票型基金（国内+国外）占比 56%，混合型基金占比 19%，债券和货币基金占比分别为 17%/7%，权益类基金占比最高，从 1990-2020 年，国内和国外股票型基金、混合基金占比均有提升，货币基金占比明显下降。

图16: 传统 IRA 的共同基金占比最高



数据来源：ICI、开源证券研究所

图17: IRA 中权益类资产占比较高

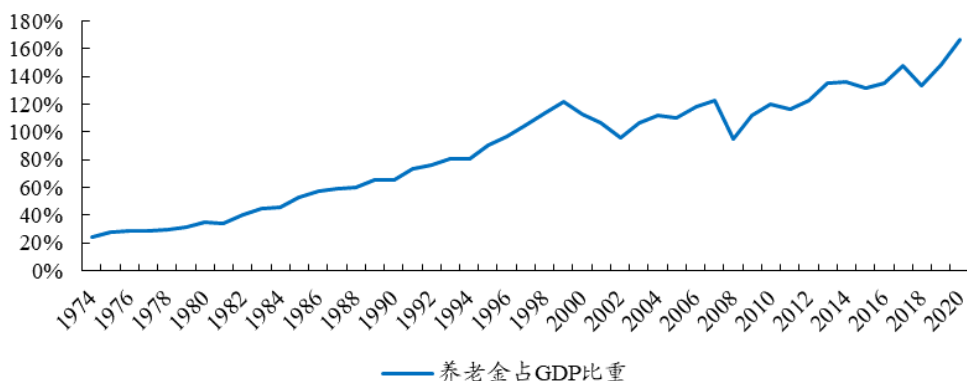


数据来源：ICI、开源证券研究所

## 1.2、养老金占资本市场比重不断提升

**养老金规模不断扩大，占 GDP 比重持续提升。**自养老金出台后，规模持续提升，从 1974-2020 年，养老金规模从 3690 亿美元提升至 34.9 万亿美元，年均复合增速达 10%，随着养老金规模不断扩大，占 GDP 比重持续提升，从 1974 年的 24% 提升至 166%。

图18: 养老金占 GDP 比重较高

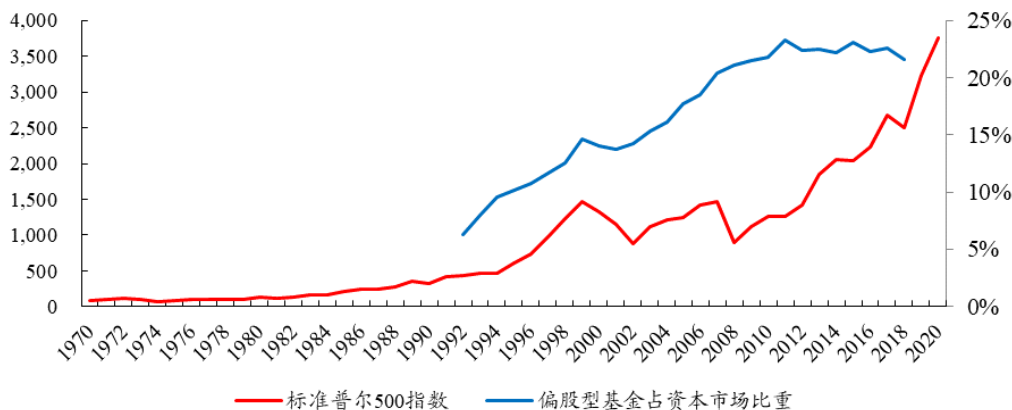


数据来源：ICI、Wind、开源证券研究所

**偏股型基金占资本市场比重不断提升，驱动美国股市长牛。**从 1992-2018 年，DC 和 IRA 账户中偏股型基金规模从 2850 亿美元提升至 9.0 万亿美元，年均复合增速约 13%，远超同期 7% 的养老金增速，占美国上市公司股票总市值比重从 6% 提升至 22%，养老金入市为资本市场带来大量稳定资金，驱动美国股市长牛，1992-1999 年，偏股型

基金占资本市场比重从 6% 提升至 15%，期间美国标普 500 指数增长 237%，年均复合增速 19%。

图19: 养老金中偏股型基金占资本市场比重不断提升



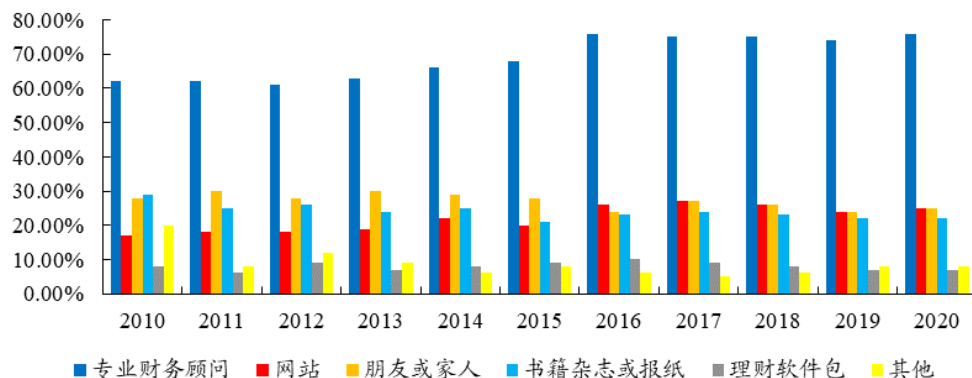
数据来源: ICI、Wind、开源证券研究所

## 1.3、专业金融机构优势明显，基金公司迎来发展机遇

### 1.3.1、专业金融机构占优

大多数 IRA 用户在制定退休策略时会咨询专业的财务顾问。根据 ICI 数据，从 2010-2020 年，在制定退休策略时，咨询专业财务顾问的 IRA 用户占比从 62% 提升至 76%，通过朋友或家人、书籍杂志或报纸方式制定退休策略的用户占比有所下降。

图20: 大多数 IRA 用户在制定退休策略时会咨询专业的财务顾问



数据来源: ICI、开源证券研究所

IRA 账户主要由专业投资机构进行管理。国外每个人可以开设多个 IRA 账户，可选择不同的机构进行管理，根据 ICI 统计，IRA 账户主要由专业金融机构进行管理，其中全服务经纪商占比最高，独立金融计划公司占比较高，折扣经纪商账户占比不断提升。

**表9: IRA 账户主要由专业投资机构管理**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
传统 IRA 账户分布										
专业投资机构	78%	75%	76%	74%	80%	77%	77%	70%	75%	73%
其中: 全服务经纪商 (摩根士丹利、高盛等)	34%	33%	33%	32%	57%	32%	31%	30%	29%	29%
独立金融计划公司	28%	24%	26%	27%	18%	22%	24%	22%	25%	27%
商业银行或者储蓄机构 (摩根大通、花旗银行、富国银行)	29%	29%	28%	27%	22%	27%	27%	25%	25%	24%
保险公司 (安联等)	10%	11%	9%	9%	8%	8%	8%	7%	8%	7%
直接渠道	32%	33%	29%	34%	33%	29%	30%	31%	31%	31%
其中: 共同基金公司 (富达、先锋、贝莱德等)	25%	26%	22%	24%	13%	19%	20%	21%	20%	21%
折扣经纪商 (嘉信理财、盈透证券等)	9%	11%	10%	14%	23%	12%	13%	13%	13%	13%
Roth IRA 账户分布										
专业投资机构	74%	74%	75%	71%	77%	70%	72%			66%
其中: 全服务经纪商 (摩根士丹利、高盛等)	33%	37%	32%	29%	60%	29%	29%			27%
独立金融计划公司	29%	26%	25%	29%	14%	23%	23%			27%
商业银行或者储蓄机构 (摩根大通、花旗银行、富国银行)	19%	21%	22%	19%	16%	19%	22%			15%
保险公司 (安联等)	9%	7%	6%	6%	5%	7%	5%			4%
直接渠道	32%	31%	30%	31%	27%	34%	30%			34%
其中: 共同基金公司 (富达、先锋、贝莱德等)	24%	25%	22%	21%	9%	21%	18%			19%
折扣经纪商 (嘉信理财、盈透证券等)	11%	11%	10%	13%	20%	16%	14%			16%

数据来源: ICI、开源证券研究所

基金公司和退休计划服务类公司在 401(K) 中资产规模靠前。401(K) 计划管理机构主要是由企业进行选择, 根据 Plan Sponsor 数据, 美国 401K 资产管理规模前十的机构主要为基金公司、企业服务公司和退休计划公司, 富达投资稳居行业第一, 同时, 头部银行和保险公司在前十中占据一两席。

**表10: 401K 资产规模靠前的主要为基金公司及退休计划服务类公司**

2017 年			2018 年			2019 年		
金融机构	类型	401K 资产规模 (百万美元)	金融机构	类型	401K 资产规模 (百万美元)	金融机构	类型	401K 资产规模 (百万美元)
富达投资	基金公司	1,680,269	富达投资	基金公司	1,636,484	富达投资	基金公司	2,037,733
先锋基金	基金公司	425,513	Empower Retirement	退休计划公司	400,486	Empower Retirement	退休计划公司	493,577
Empower	退休计划	370,000	Alight	企业服	375,562	先锋基金	基金公	454,223



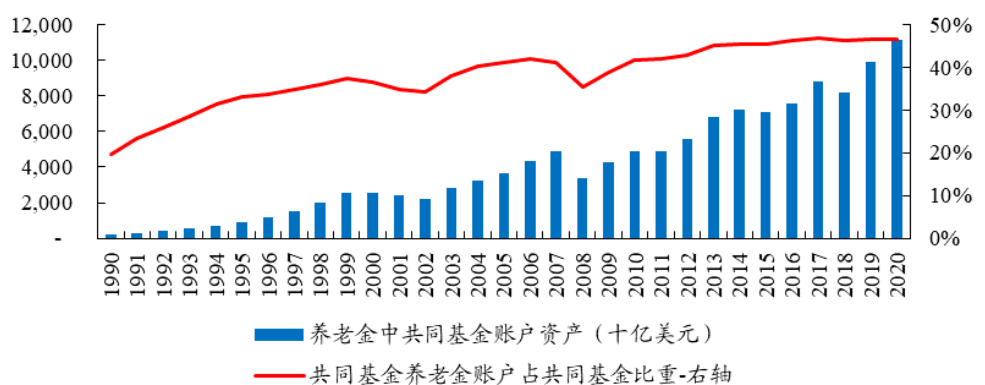
Retirement	公司		Solutions	务公司			司	
Alight Solutions	企业服务公司	348,582	先锋基金	基金公司	374,559	Alight Solutions	企业服务公司	434,737
Voya Financial	退休计划公司	264,484	Voya Financial	退休计划公司	196,284	Principal Financial Group	退休计划公司	322,976
富国银行	银行	190,795	富国银行	银行	190,985	Voya Financial	退休计划公司	221,389
美银美林	投行	164,336	T. Rowe Price	基金公司	158,756	T. Rowe Price	基金公司	195,224
T. Rowe Price	基金公司	162,219	Prudential Retirement	保险公司	147,497	Prudential Retirement	保险公司	180,544
Prudential Retirement	保险公司	152,896	美国银行	银行	147,055	美国银行	银行	173,412
Principal Financial Group	退休计划公司	147,736	Principal Financial Group	退休计划公司	143,359	嘉信理财	折扣经纪商	162,876

数据来源：Plan Sponsor、开源证券研究所

### 1.3.2、指数基金和目标基金快速发展，基金公司迎来新机遇

**养老金驱动共同基金规模快速增长。**随着DC计划和IRA计划大量投资于共同基金，驱动共同基金规模持续提升，1990-2020年，养老金中共同基金规模从2080亿美元提升至11万亿美元，年均复合增速14%，占全市场共同基金比重从20%提升至47%。

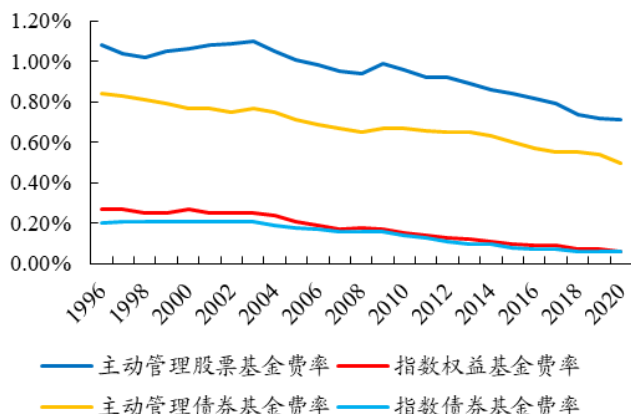
图21：养老金中共同基金占全市场基金规模比重不断提升



数据来源：ICI、开源证券研究所

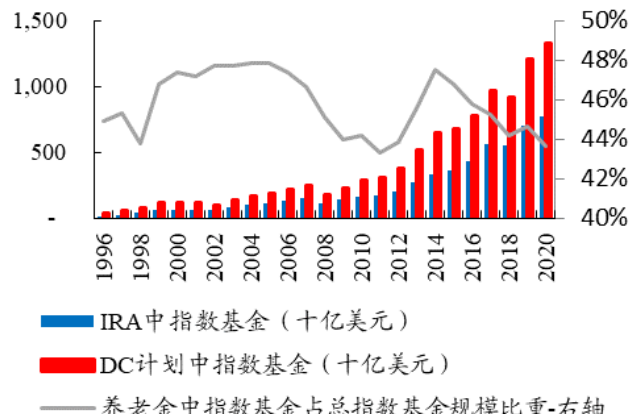
**低费率优势下，指数型基金受养老金青睐，规模快速提升。**相较主动管理基金，指数基金费率较低，2020年指数权益和债券基金费率均为0.06%，主动股票型和债券型基金费率分别为0.71%/0.50%，远高于指数型基金。费率优势下，同时随着美股在机构化趋势下主动基金越来越难取得超额收益，指数基金受到养老资金青睐，养老金中指数基金规模占共同基金规模比重从1996年的4%提升至2020年的19%，占全市场指数基金规模比重整体较高，从1996年-2020年比重均在44%以上，峰值达到48%。

图22: 指数型基金费率远低于主动管理型基金



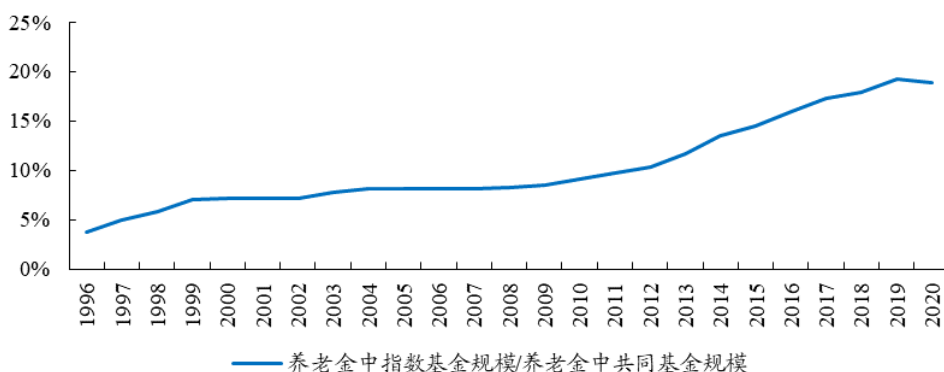
数据来源: ICI、开源证券研究所

图23: 养老金指数基金占指数基金规模比重较高



数据来源: ICI、开源证券研究所

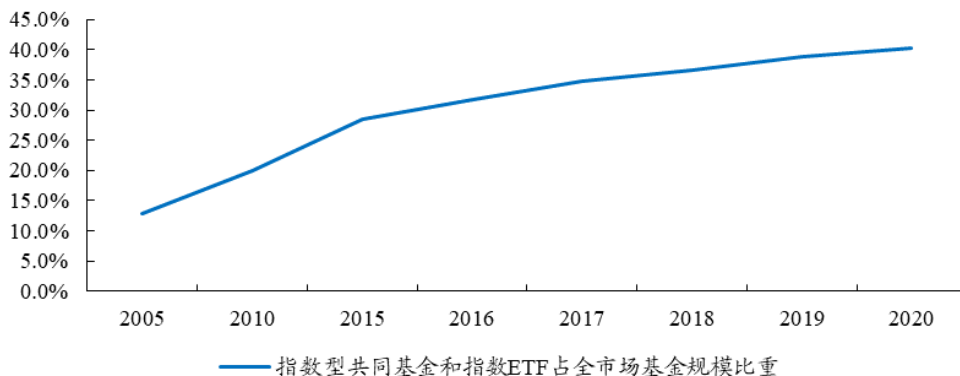
图24: 养老金中指数基金规模占比不断提升



数据来源: ICI、开源证券研究所

指数基金大发展为基金公司带来发展机遇。指数基金快速发展,从2005-2020年,指数型基金占比从12.8%提升至40.3%,部分基金公司抓住指数基金及养老金发展机遇,实现规模及市场份额快速增长。

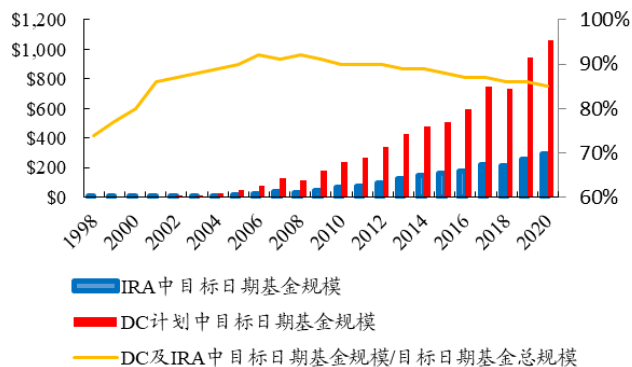
图25: 指数型基金占比不断提升



数据来源: ICI、开源证券研究所

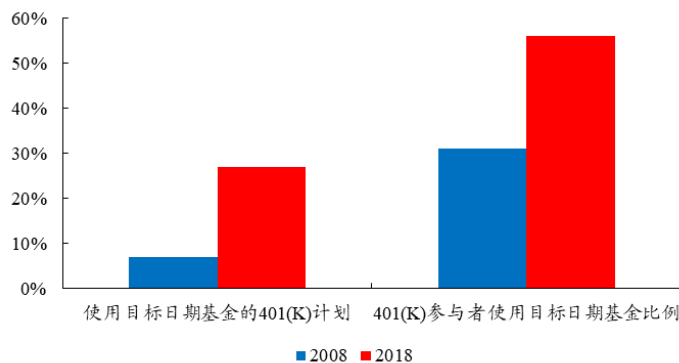
**目标日期基金快速增长，为行业发展带来机遇。**目标日期基金是为满足投资者在特定目标日期前的投资目标而设计的基金，通常为混合型基金，通常投资于多种资产类别的组合，随着时间推移，将重新平衡投资组合。90年代之后，目标日期基金规模快速增长，主要投资者为养老资金，1998-2020年IRA和DC计划中的目标日期基金规模从30亿美元提升至1.4万亿美元，养老资金在目标日期基金中占比高达85%，在401(K)计划中使用目标日期基金的投资者占比不断提升，从2008年的31%提升至2018年的56%，目标日期基金规模快速增长下，为基金公司发展带来新机遇。

图26: 目标日期基金规模快速增长



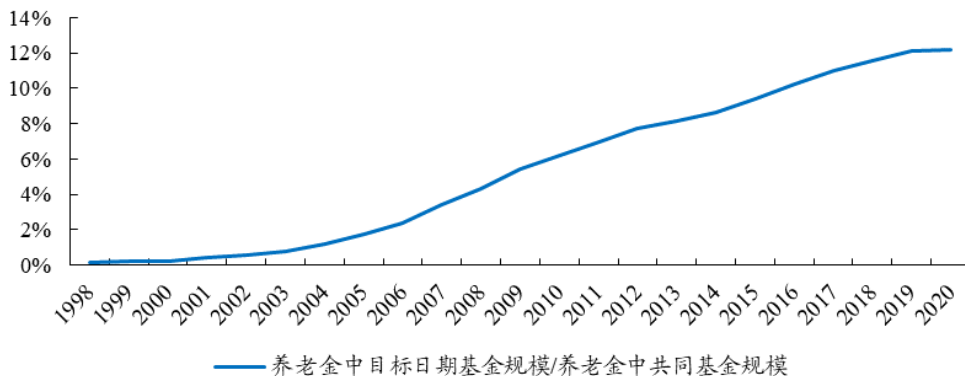
数据来源: ICI、开源证券研究所

图27: 使用目标日期基金的投资者占比不断提升



数据来源: ICI、开源证券研究所

图28: 养老金中目标基金规模占比不断提升



数据来源: ICI、开源证券研究所

● **富达投资: 布局较早叠加产品优势带来高市场份额**

**养老计划布局较早，养老市场渗透全面。**公司早于1964年开始涉足养老退休计划领域，1975年提供IRA账户，1978年启动403(B)计划，较早的布局为公司带来先发优势，同时公司在80和90年代快速发展，助力公司发展养老计划，到目前，公司已在养老市场实现全面渗透。

**图29: 富达投资养老金布局较早**


资料来源：富达投资公司公告、开源证券研究所

**提供多种 IRA 管理服务。**公司提供过渡 IRA、罗斯 IRA、传统 IRA、继承 IRA 以及儿童 IRA 等多种管理服务，以传统 IRA 为例，公司提供三种方案，用户选择自行管理或是机构管理资产。在 IRA 投资方面，用户一方面可以自行选择和管理自己的投资，另一方面可以采用简化选项，包括投资咨询产品和目标日期基金两类。

**表11: 富达针对传统 IRA 提供三种管理方案**

	富达传统 IRA	富达 Go 传统 IRA	富达个性化计划&传统 IRA 建议
<b>投资管理</b>	用户负责选择和管理投资	富达根据用户目标和风险承受能力来选择和管理投资	富达根据用户目标和风险承受能力来选择和管理投资
<b>计划&amp;指导</b>	投资计划工具、富达代销人支持	投资计划工具、富达顾问支持	投资计划工具、富达投顾一对一指导
<b>准入门槛</b>	无门槛	无门槛	25000 美元
<b>费用</b>	无账户及咨询费，可能会根据所选的投资收费	1000 美元以下：0 费用； 1000-49999 美元：3 美元/月费用； 50000 美元以上：0.35%/年	0.5%/年咨询费率
<b>服务</b>	想法建议、研究、24/7 客户服务	想法建议、研究、24/7 客户服务	想法建议、研究、24/7 客户服务

资料来源：富达投资公司公告、开源证券研究所

**表12: 富达提供两种 IRA 投资方案**

简化选项	选择和管理自己的投资
投资咨询产品，包括： <ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 自动化投资</li> <li>(2) 自动投资+财务顾问</li> <li>(3) 专业富达顾问进行规划和建议</li> <li>(4) 由财富管理团队提供规划和建议</li> </ul> 单基金战略：目标日期基金，根据距离退休年龄设置不同的资产配置	自行选择股票、债券、共同基金、ETF、年金等进行投资

资料来源：富达投资公司公告、开源证券研究所

**布局目标日期基金助力公司发展养老业务。**公司早于 1988 年推出目标日期基金，开启美国养老储蓄的“一站式解决方案”，富达投资的目标日期基金在其养老投资系列产品在管规模占比最高，根据晨星统计，2003-2013 年美富达投资连续蝉联美国目标日期基金在管规模第一，目标日期基金助力公司大力发展养老业务，富达的养老产品约占公司共同基金总资产的 60%。

图30: 富达目标日期基金根据退休年限自动匹配资产配置

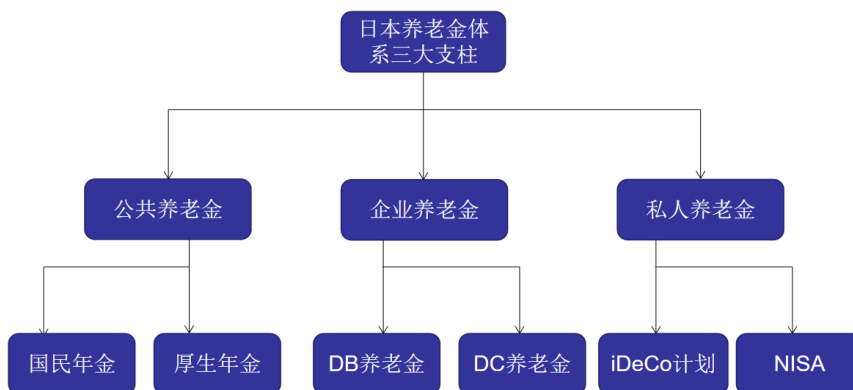


资料来源: 富达投资公司公告

## 2、日本养老体系：第一支柱占比较高

日本养老金包括三大支柱。日本养老金第一支柱由日本国家养老金与厚生年金保险组成，第二支柱主要包括 DB 计划（给付确定型养老金）和 DC 计划（缴费确定型养老金），第三支柱主要包括 iDeCo（个人缴费确定型养老金）和 NISA（日本个人免税储蓄账户）。

图31: 日本养老金包括三大支柱体系



资料来源: 厚生劳动省、开源证券研究所

### 2.1、第一支柱：国民年金和厚生年金

- 概述

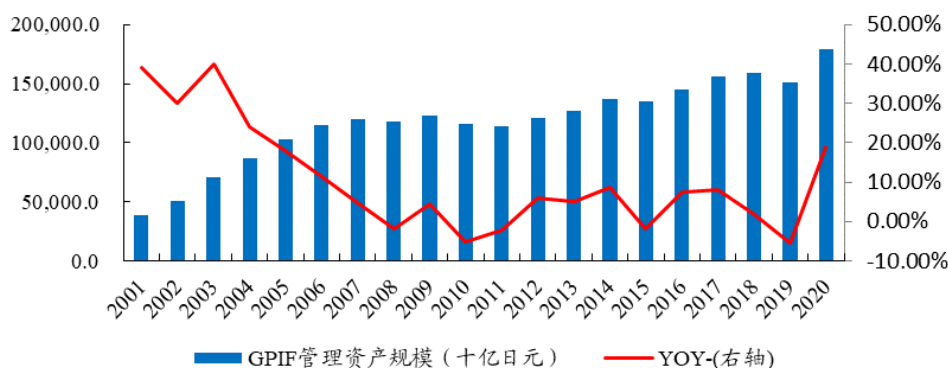
**第一支柱包括国民年金和厚生年金。**国民年金覆盖度较广，基本覆盖所有的除 20 岁以下的日本居民，具有强制性，整体领取金额相对较低；厚生年金主要覆盖企业员工、公务员等，退休后领取金额相对较高，国民年金和厚生年金均由 GPIF（日本政府养老投资基金）管理。

**表13：第一支柱包括国民年金和厚生年金**

	国民年金	厚生年金
参保对象	除 20 岁以下被抚养人之外的全体日本国民与在日本有住所的外国人，参保区间为 20-60 岁，具有强制性。 国民年金参保对象分为三类： (1) 第一号被保险人：在日本国内有住所、年龄在 20-60 岁的除第二号被保险人和第三号被保险人以外的所有日本公民和外国人，包括私营企业主（从业人员 5 人以下）、个体经营者、农民、无业人员、学生等； (2) 第二号被保险人：加入厚生年金的参保人，包括民间企业的工薪阶层员工、公务员、私立学校教职工等； (3) 第三号被保险人：第二号被保险人的抚养配偶	正式员工在 5 人以上的企业的雇员，也包括公务员教师等，参保厚生年金必须参保国民年金
资产管理机构	GPIF（日本政府养老金投资基金）	GPIF（日本政府养老金投资基金）
存缴额度	(1) 第一号被保险人：定额制，月缴费额 16900 日元/月，由国家和个人各负担一半； (2) 第二号被保险人：与厚生年金合计实行定率制，其缴纳的厚生年金保费包括了国民年金部分 (3) 第三号被保险人：没有缴纳义务	根据工资而定，固定费率为 18.3%， 劳资双方各负担一半
领取规则	连续缴满十年，便可以在 65 岁后领取基础养老金。 领取的金额取决于缴纳的时长，如从 20 岁-60 岁连续缴满 40 年，则可以在 65 岁后领取全额养老金。	连续缴满十年，便可在 65 岁后领取， 领取金额与薪酬水平与缴纳长度挂钩。
领取金额	根据 2021 年度日本厚生省数据，平均为 5.6 万日元/月	根据 2021 年度日本厚生省数据，平均为 14.8 万日元/月
税收优惠	个人缴纳可抵扣个税，税前进行全额扣除	雇主缴费部分计入企业费用进行税前扣除， 个人缴费部分可抵扣个税，进行税前扣除

资料来源：厚生劳动省、开源证券研究所

**GPIF 管理规模有所增加，通过外部管理人进行投资。**从 2001-2020Q3，GPIF 资产管理规模从 39 万亿日元增加至 179 万亿日元，2001-2020 年均复合增速约 8%。在资产管理机构上，GPIF 通过报名制度招募外部投资管理（机构）进行投资，经过综合评估（包括 AUM，长期评级，管理费，管理结构等）选择投资机构，可投资于债券、股票等资产，针对可投资资产设置一定门槛。

**图32: 2020 末 GPIF 资产管理规模达 179 万亿日元**


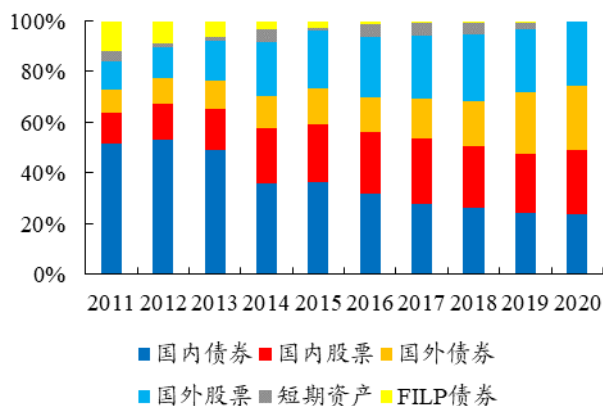
数据来源: 厚生劳动省、开源证券研究所

**表14: GPIF 设置资产准入门槛**

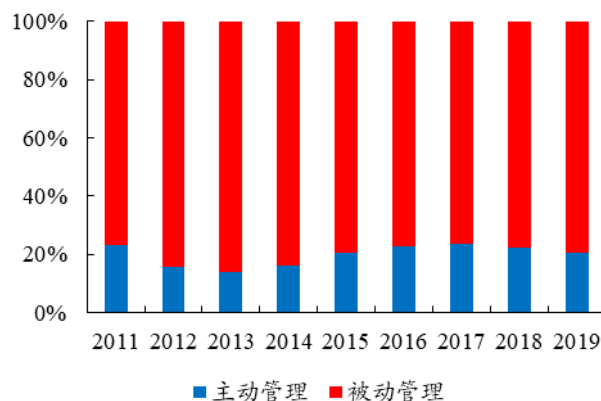
	准入门槛
国内债券	(1) 必须为日元计价债券; 积极投资时, 必须对债券评级、票息、到期日、流动性等条款和条件进行充分的研究; (2) 合理的分散化; (3) 非政府债券须有 BBB 及以上的评级; 无评级的债券的, 发行人或者担保人必须履行相同的评级要求。
国内股票	(1) 在国内证券交易所上市的; 积极投资时, 经对目标公司的经营情况和流动性进行充分研究分析; (2) 按照投资方式寻求行业和证券分散化; 对每一个外部管理人, 投资同一公司的权益不超过权益总量的 5%; (3) 采用日本管理法规的外部资产管理应根据其政策开展主动行动。不采用日本管理规范的外部资产管理应向 GPIF 说明原因。
国外债券	(1) 应为外国流通债券; 积极投资时, 对政治和经济稳定以及结算制度和税收规则的具体特点进行充分调查, 首先必须选择要投资的国家或货币。然后, 对债券的发行的条款、条件, 如债券的评级、票息、到期日和流动性进行研究; (2) 要求发行人和期限的适当多样化; (3) 可投资债券应具有 BBB 或更高级别。对于无发行评级的债券, 其发行人或担保机构也适用同样的条件。
国外股票	(1) 为国外证券交易所和境外场外市场发行的外币股票; 积极投资时, 对政治经济稳定、结算制度、税收制度等市场特征进行充分研究, 选择可投资国家和货币, 对目标公司经营情况和发行流动性进行充分研究分析。 (2) 寻求国家、货币、行业和证券的适当分散化; 对每一个外部管理人, 投资同一公司的权益不超过权益总量的 5%; (3) 采用日本管理法规的外部资产管理应根据其政策开展主动行动。不采用日本管理规范的外部资产管理应向 GPIF 说明原因。

资料来源: GPIF、开源证券研究所

**权益类资产占比提升, 以被动管理为主。** GPIF 权益投资占比不断提升, 其主要原因是在国内低利率的背景下寻求相对高额回报, 权益类资产占比从 2011 年的 24% 提升至 2020 年的 51%, 其中国内股票和国外股票占比分别为 25%/25%, 固收投资占比从 60% 下降至 49%, 其中国内债券占比下降较快, 从 51% 下降至 24%, 国外债券保持增长, 从 12% 提升至 25%, 管理结构中以被动管理为主。

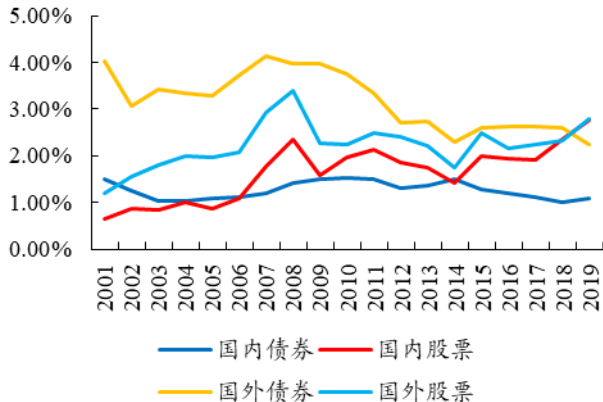
**图33: 权益类资产占比提升**


数据来源: GPIF、开源证券研究所

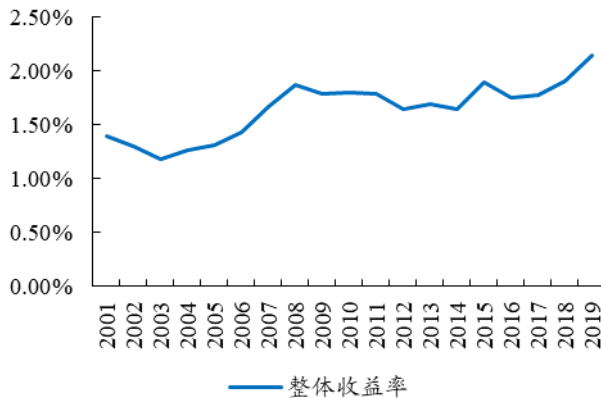
**图34: GPIF 以被动管理为主**


数据来源: GPIF、开源证券研究所

国外债券收益率较高, 权益类资产收益率持续上行驱动整体收益率提升。从收益率上看, 国外债券整体保持较高的收益率, 但整体呈下行趋势, 国内债券整体收益率较低, 由于权益资产投资占比不断提升, 贡献较高的投资收益率, 驱动整体投资收益率有所上行, 2019 年整体收益率约 2.15%, 其中国内股票和国外股票收益率分别为 2.76%/2.79%。

**图35: 权益类资产收益率持续提升**


数据来源: GPIF、开源证券研究所

**图36: 整体收益率上行**


数据来源: GPIF、开源证券研究所

## 2.2、第二支柱: DB 和 DC 年金计划

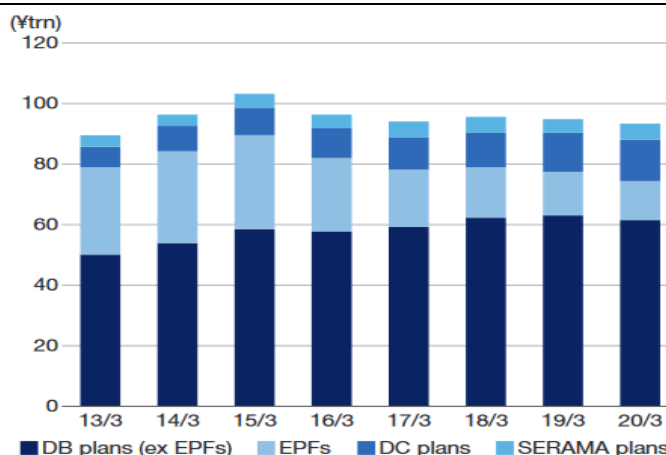
**第二支柱包括 DB 和 DC 年金计划。**日本的 DB 计划为待遇确定型职业养老金计划, 由雇主建立, 根据雇员的工作年限、工资情况和职位等级等事先确定计划中的雇员退休时的待遇, 同时, 雇主需要按照未来 DB 计划整体的负债情况进行资产累积和投资管理以匹配未来雇员退休时的资金支出。DC 计划为缴费确定型基金养老计划, 由雇主发起, 雇主和雇员共同缴款并委托金融机构进行专业投资管理, 两者均有税收优惠, 从规模上看, DB 计划整体规模较高, DC 计划占比逐渐增加。



**表15: 企业型养老金计划有税收优惠**

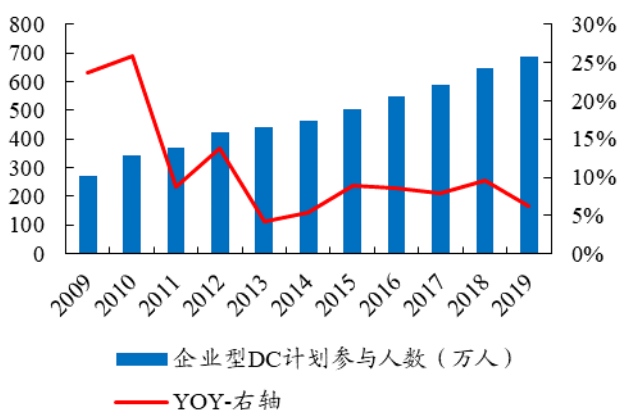
	企业缴费部分	个人缴费部分
企业型 DB	没有额度上限, 全额算作费用进行税前扣除	个人缴款部分进行税前扣除, 最高额度每年 4 万日元。
企业型 DC	算作费用进行税前扣除, 若雇员仅参加企业型 DC 计划, 每月最高限额 5.5 万日元; 若雇员同时参加了企业型 DC 计划和待遇确定型 DB 计划, 每月最高限额为 2.75 万日元。	个人缴费部分进行税前扣除, 需要满足的要求是雇员和雇主缴费总和每月不得超过 5.5 万日元, 且雇员缴费额度不能超过雇主。

资料来源: 厚生劳动省、开源证券研究所

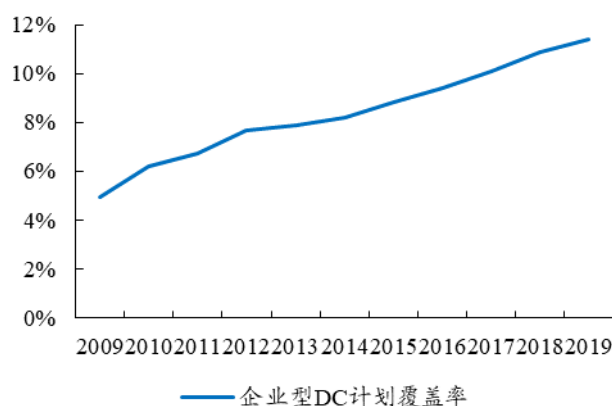
**图37: DB 计划规模较高**


资料来源: 厚生劳动省

**DC 计划参与人数快速增长, 覆盖率持续上行。** DC 计划参与人数从 2009 年的 271 万人增加至 2019 年的 688 万人, 年均复合增速约 10%, 整体覆盖率 (占日本雇员人数比重) 从 5% 提升至 11%。DB 计划参与人数较多, 2019 年约 940 万人, 覆盖率高达 16%, 日本整体第二支柱覆盖率约 27%。

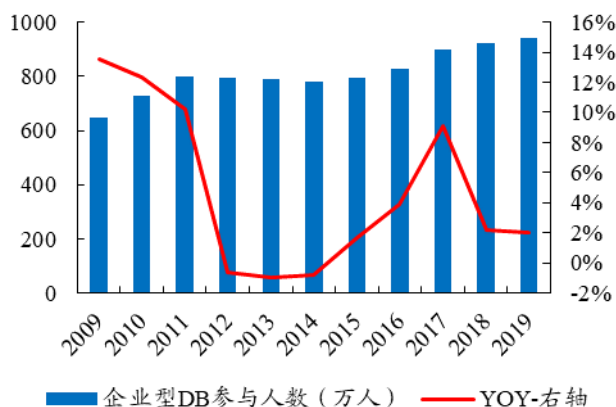
**图38: DC 计划人数快速增长**


数据来源: 厚生劳动省、开源证券研究所

**图39: DC 计划人数覆盖率持续上升**


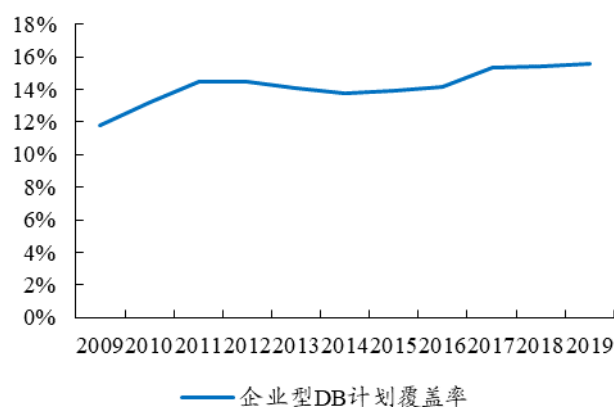
数据来源: 厚生劳动省、开源证券研究所

图40: DB 计划人数稳步增长



数据来源: 厚生劳动省、开源证券研究所

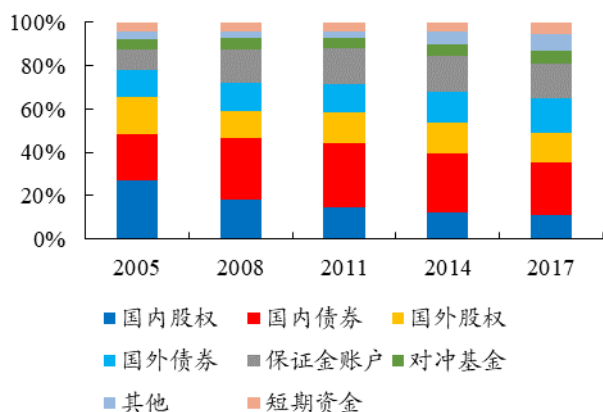
图41: DB 计划人数覆盖率较高



数据来源: 厚生劳动省、开源证券研究所

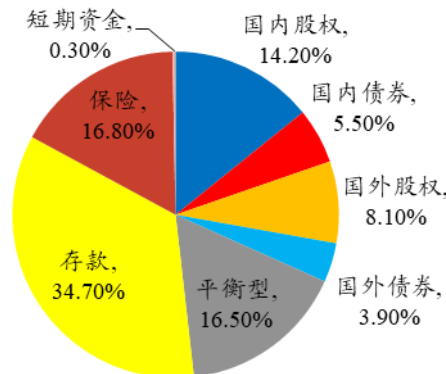
DB 计划以固收类产品为主,DC 计划以存款为主。DB 计划资产配置中,从 2005-2017 年,固收类产品占比不断提升,从 34%提升至 41%,权益类产品占比不断下降,从 44%下降至 24%。DC 计划整体以存款类产品为主,2017 年存款占比 35%,此外保险和平衡型基金占比相对较高。

图42: DB 计划以固收类产品为主



数据来源: 厚生劳动省、开源证券研究所

图43: 2017 年 DC 计划以存款、保险和平衡型基金为主



数据来源: 厚生劳动省、开源证券研究所

### 2.3、第三支柱: iDeCo 和 NISA

第三支柱包括 iDeCo 和 NISA。日本第三支柱主要包括 iDeCo 和 NISA, 其中 iDeCo 为 individual Defined Contribution 个人确定贡献型, NISA (Nippon Individual Savings Account) 为日本个人储蓄账户计划。

#### ● iDeCo

覆盖人群较为广泛, 缴费额度有所差异。iDeCo 建立时的覆盖范围仅限于国民年金的第一号被保险人和厚生年金中没有参与职业养老金计划的被保险人, 目的是补足上述人群在职业养老储蓄方面的缺失, 随后对适用人群进行了拓展, 根据不同人群, 缴费额度有所不同。

**表16: iDeCo 覆盖人群较为广泛, 缴费额度有所差异**

	iDeCo
参保对象	(1) 个体工商户等; (2) 厚生年金保险的被保险人 (包括公务员等原共济制度的被保险人, 企业 DC 年金计划合同允许参加个人型 DC 的雇员等); (3) 专职主妇/夫; (4) 国民年金第三号被保险人
资产管理机构	国民年金基金协会
存缴额度	(1) 个体工商户等: 68000 日元/月 (2) 公共养老金的被保险人中 已经参加厚生年金基金或 DB 型年金的人员: 12000 日元/月 已经参与雇主型 DC: 20000 日元/月 未参与上述计划的人员: 23000 日元/月 公务员, 私立学校共济制度的加入者: 12000 日元/月 (3) 专职主妇/夫: 23000 日元/月
领取规则	达到 60 岁前, 缴纳满 10 年, 否则相应拉长期限; 领取方式包括退休领取、伤残领取、身故一次性领取、退出一次性领取, 前两种方式可以在定期领取、终身领取与一次性领取三种模式中三选一
税收优惠	EET: 当期缴费可抵扣个税, 投资收益免税; 在领取时征收个税

资料来源: 国民年金基金联合会、开源证券研究所

**金融机构提供产品, 参与者做出投资选择。**iDeCo 参与者可从经核准的金融机构名单中选择一家服务提供商对个人账户进行管理, iDeCo 下的投资选择权完全归属于计划参与者个人, 纳入国民年金基金协会核准名单的金融机构将提供存款、基金、保险产品等产品供个人进行选择。从受托白名单上看, 银行整体数量较多, 券商和保险相对较少。

**表17: 受托金融机构白名单中银行数量较多**

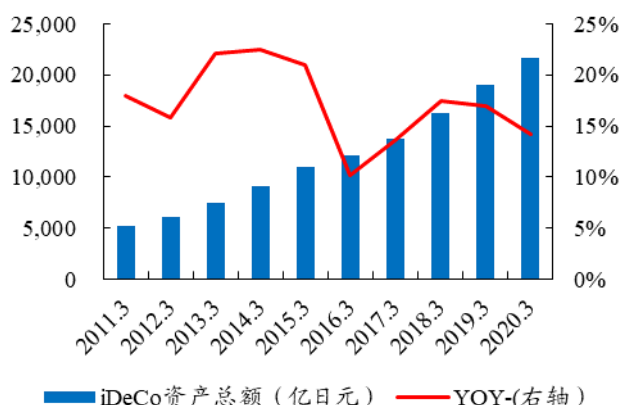
机构类型	机构名称			
地方银行	北海道银行	百五银行	群馬银行	伊约银行
	青森银行	三十三银行	武藏野银行	爱知银行
	米奇奇的银行	北陆银行	千叶银行	福岡银行
	岩手银行	北国银行	千叶兴业银行	西日本城市银行
	秋田银行	滋贺银行	京叶银行	十八亲和银行
	庄内银行	池田泉州银行	横滨银行	肥后银行
信托银行	三井住友信托银行	山梨中央银行	基拉卡银行	山阴合同银行
城市银行	瑞穗银行	大垣共立银行	常阳银行	中国银行
	三井住友银行	十六银行	筑波银行	广岛银行
	三菱 UFJ 银行	静冈银行	阿希卡加银行	山口银行
	里索内银行	スルガ银行	东芝银行	百十四银行
其他银行	日本邮政银行	第四北越银行	山形银行	纪阳银行
券商	冈三证券	野村证券	SBI 证券	松井证券
	大和证券	乐天证券	曼内克斯证券	东海东京证券
人寿保险公司	住友人寿保险	第一人寿保险	日本人寿保险	富国人寿保险

索尼人寿保险		明治雅苏达人寿保险	
非人寿保险	艾奥·尼赛·多瓦非寿险	东海-日本火灾保险	三井住友海上火灾保险

资料来源：iDeCo、开源证券研究所

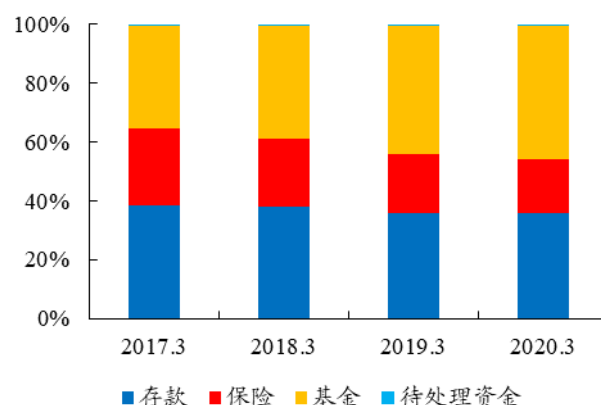
整体规模增长较快，资产投向以基金为主。iDeCo 整体规模持续上行，从 2011-2020 年，规模从 5255 亿日元上升至 2.2 万亿日元，年均复合增速 17%，2020 年保持 14% 的同比增速，但整体规模较小。从资产投向上看，以投资基金为主，2020 年基金、存款和保险占比分别为 44%/35%/17%，存款占比从 2017 年的 39% 下降至 35%，基金占比从 35% 上升至 44%。

图44: iDeCo 整体资产规模增长较快



数据来源：iDeCo、开源证券研究所

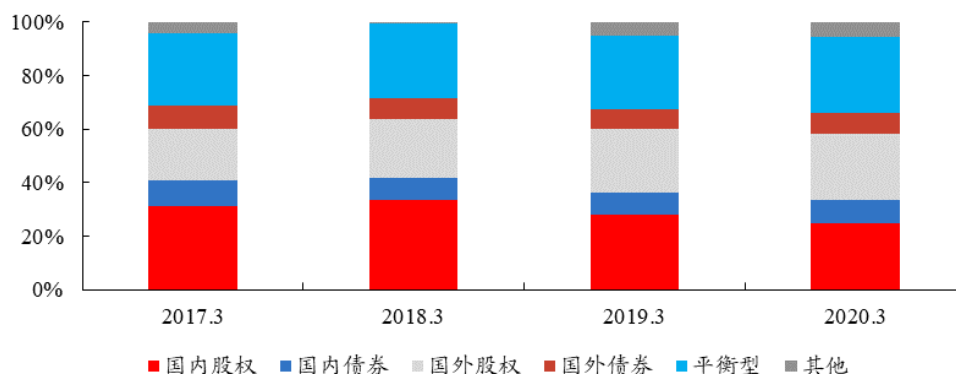
图45: 资产投向以基金为主



数据来源：iDeCo、开源证券研究所

基金投资以偏股型基金为主。从基金投资上看，整体以偏股型基金为主，2020 年股票+混合型基金占比分别为 50%/29%，合计占比 79%，整体比例保持稳定，债券型基金占比仅 16%。

图46: 基金投资以偏股型基金为主



数据来源：iDeCo、开源证券研究所

### ● NISA

个人储蓄账户，包括三类。NISA 本质上是个人储蓄账户，由 FSA 为鼓励个人储蓄设立的免资本利得税的账户，NISA 账户前 5 年对投资收益免税，日本当前资本利得

税为 20%，税收优惠使得 NISA 账户吸引力较高，NISA 账户可以在任意时候提取，主要分为一般 NISA、Junior NISA 和小额 NISA 三大类。

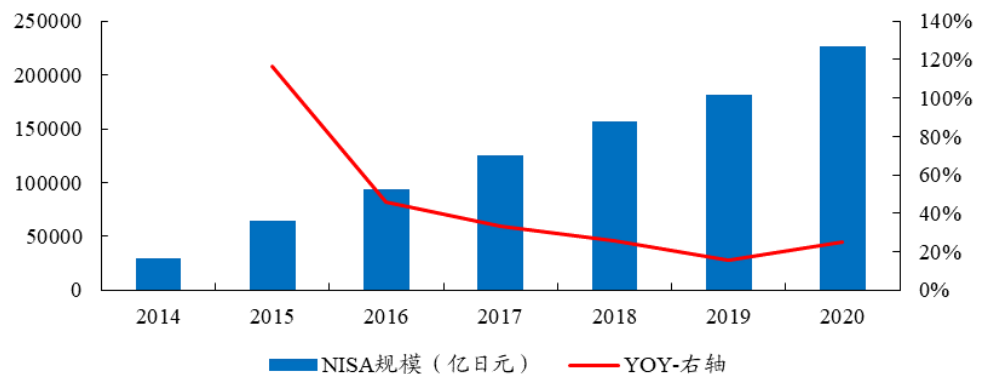
表18: NISA 账户包括三类

	Junior NISA	一般 NISA	小额 NISA
年龄	0-19	20 岁及以上	20 岁及以上
个人投资上限 (万日元)	80	120	40
免税期限 (年)	5	5	20
投资期限 (年)	10	10	无限制
2020 年投资总额 (亿日元)	-	30,603	4,639
资产规模	2,550	209,460	7,614
账户数量 (万)	45	1,221	302

资料来源: FSA、开源证券研究所

**整体规模较高，增速较快。**由于 NISA 的免税性质，其在申请资格上有所限制，须年满 20 岁的日本居民可向资管公司、证券公司、银行等金融机构申请，每人以一个账户为限，NISA 账户整体规模较高，2020 年整体规模约 23 万亿日元，同比+25%，整体保持较快增长。

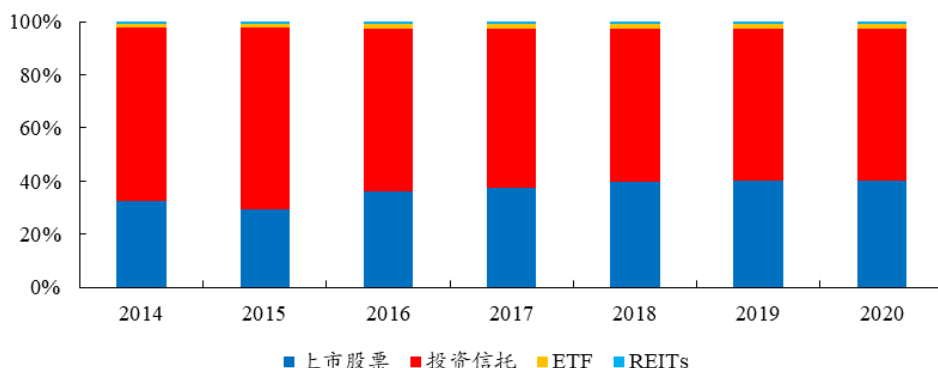
图47: NISA 账户整体规模较高，增速较快



数据来源: FSA、开源证券研究所

**可投资范围较广，以股票和基金为主。**NISA 账户可投资于股票、基金、REITS 等产品，从资产投向上看，基金为主要资产投向，2020 年占比 57%，股票占比约 40%，呈一定上升趋势，股票占比从 2014 年的 33% 上升至 40%，ETF 和 REITs 占比较小。

图48: NISA 账户整体规模较高，增速较快



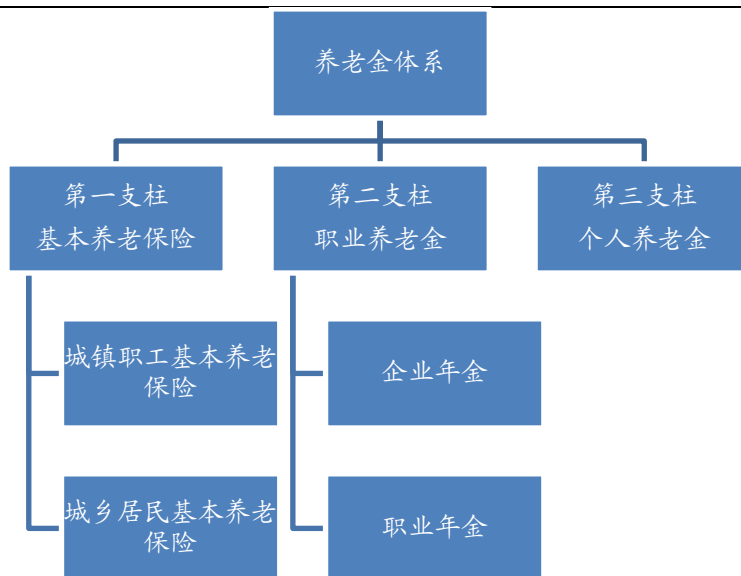
数据来源: FSA、开源证券研究所

### 3、国内养老金：第三支柱养老政策或将涉及多方面

#### 3.1、国内养老金：第三支柱规模较小

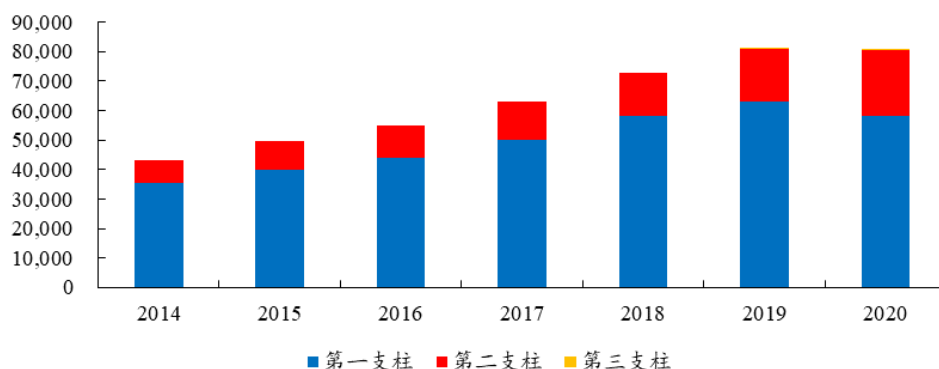
我国已建立三支柱养老体系。目前我国的三支柱养老体系中，第一支柱是基本养老保险，包括城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险，第二支柱是职业养老金，包括企业年金与职业年金，第三支柱为个人养老金，目前计入统计口径的主要是税延商业养老金，截至 2019 年我国养老体系三大支柱总规模 11.3 万亿元。

图49: 我国已建立三支柱养老体系



资料来源: 人社部、开源证券研究所

我国养老金第一支柱占比较高。2020 年我国养老金整体规模约 8.1 万亿元，以第一支柱为主，其中第一支柱和第二支柱占比分别为 72%/28%，第三支柱发展时间较短在，整体规模较小。

**图50: 第一支柱占比较高**


数据来源: 人社部、开源证券研究所

注: 第一支柱包括城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险, 第二支柱仅包括企业年金

### ● 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构成。城镇职工基本养老保险筹资由单位缴费和个人缴费构成, 社会统筹的基础养老金部分实行现收现付制, 个人账户部分实行基金累积制; 城乡居民基本养老保险筹资由财政补贴和个人缴费构成, 是自愿参与, 由政府鼓励和引导, 并通过财政补贴激励居民积参保。

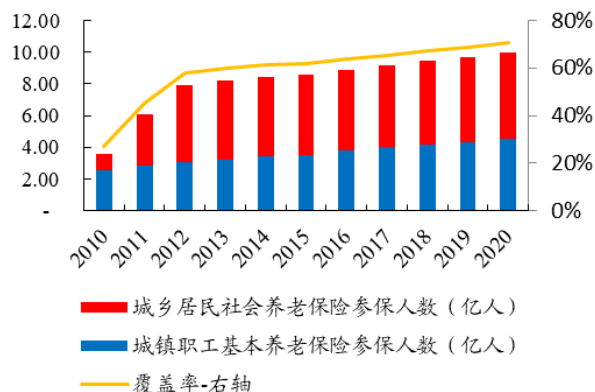
**表19: 第一支柱由城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险构成**

项目	城镇职工基本养老保险	城乡居民基本养老保险
参保对象	各类企业、社会团体等参保单位及其从业人员、未在用人单位参加基本养老保险的非全日制从业人员以及其他灵活就业人员等	非就业人员
参保方式	用人单位及其从业人员必须依法参加社会保险	自愿参保
缴纳方式	按月缴费, 企业缴费不超过企业工资总额的 20%, 职工缴费 8%, 个体灵活就业人员缴费 20%	按年缴费, 政府根据缴费档次给予相应的补贴, 和参保人缴的钱一起存入城乡居民养老保险个人账户

资料来源: 人社部、开源证券研究所

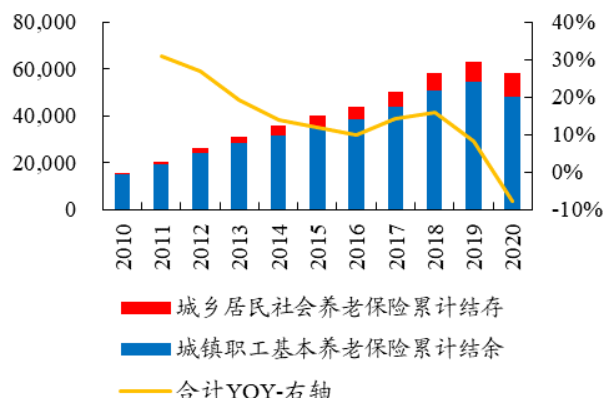
**覆盖率高, 2020 年整体规模下滑。**基本养老保险整体覆盖率高, 城乡居民社会养老保险参保人数较多, 2020 年城镇职工基本养老保险参保人数和城乡居民社会养老保险参保人数分别为 4.56/5.42 亿人, 整体覆盖率达 71%。从规模上看, 城镇职工基本养老保险和城乡居民社会养老保险规模分别为 4.83/0.98 万亿元, 2020 年整体规模有所下滑, 同比-8%。

图51: 第一支柱覆盖率较高



数据来源: 人社部、开源证券研究所

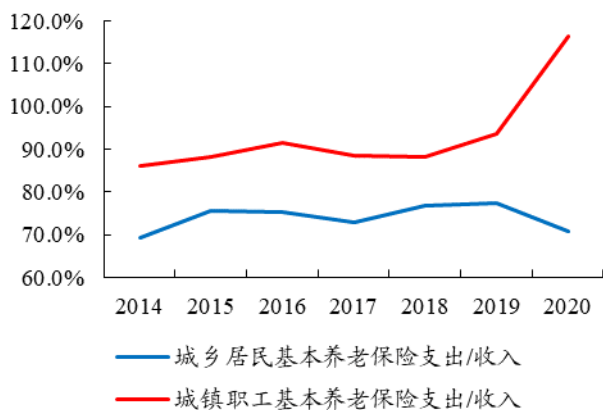
图52: 2020年基本养老保险规模有所下滑



数据来源: 人社部、开源证券研究所

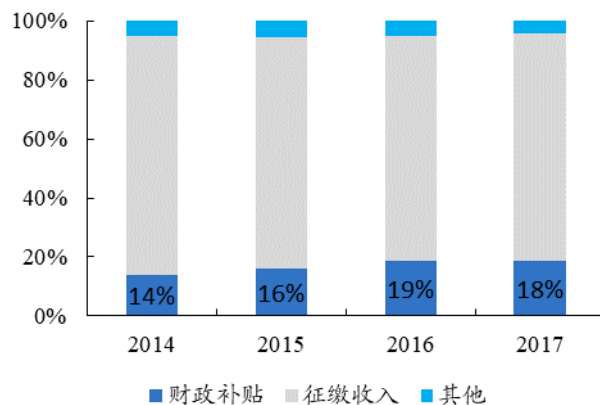
基本养老保险的收支压力逐年增加,加重财政负担。2014-2020年,城镇职工基本养老保险支出/收入从86%上升至116%,财政对城镇职工基本养老保险的补贴从2014年占14%上升至2017年的18%,未来随着人口老龄化加剧,财政负担将进一步加重。

图53: 城镇职工养老保险支出对收入占比提升



数据来源: 人社部、开源证券研究所

图54: 财政补贴占城镇职工基本养老保险比重上升



数据来源: 人社部、开源证券研究所

基本养老保险采用委托投资模式。根据《基本养老保险基金投资管理办法》，各省、自治区、直辖市养老基金结余，预留一定支付费用后，确定具体投资额度，委托给国务院授权的机构进行投资运营，其中委托人为省、自治区、直辖市人民政府，受托人为全国社保基金理事会。2019年22个省份与社保基金理事会完成委托签约，2020年大部分省份完成委托签约。

表20: 基本养老保险采用委托投资模式

项目	委托人	受托人	基本养老保险基金托管机构	基本养老保险基金投资管理机构
机构	省、自治区、直辖市人民政府	全国社保基金理事会	持牌机构: 农业银行、建设银行、工商银行、中国银行、交通银行、招商银行	持牌机构: 博时基金、长江养老保险、大成基金、富国基金、工银瑞信、广发基金、海富通基金、华泰资管、华夏基金、汇添富、嘉实基金、南方基金、鹏



项目	委托人	受托人	基本养老保险基金托管机构	基本养老保险基金投资管理机构
				华基金、平安养老保险、泰康资管、易方达、银华基金、招商基金、人保资产管理、中国人寿养老保险、中信证券
职责	养老金归集，向受托机构划拨委托投资资金； 向受托机构资料来源：开源证券研究所下达划回委托投资资金的指令，接收划回的投资资金，进行养老基金的记账、结算和收益分配	选择、监督、更换托管机构、投资管理机构； 制定养老基金投资运营策略并组织实施； 根据托管合同、投资管理合同对养老基金托管、投资情况进行监督等	安全保管养老基金资产； 负责养老基金会计核算和估值，复核、审查和确认投资管理机构计算的基金资产净值等	按照投资管理合同，管理养老基金投资组合和项目； 对所管理的不同养老基金资产分别管理、分别记账等

资料来源：全国社保基金理事会、开源证券研究所

**基本养老保险投资范围有所限制。**针对股票、股票基金、混合基金等权益类产品，整体投资比例不得高于基金净值的 30%，针对国家重大项目和重点企业股权，合计投资比例不得高于养老基金资产净值的 20%。

**表21：基本养老保险投资范围有所限制**

投资范围	投资比例
银行活期存款，一年期以内（含一年）的定期存款，中央银行票据， 剩余期限在一年期以内（含一年）的国债，债券回购，货币型养老金产品，货币市场基金	合计不得低于养老基金资产净值的 5%
一年期以上的银行定期存款、协议存款、同业存单，剩余期限在一年期以上的国债，政策性、开发性银行债券，金融债，企业（公司）债，地方政府债券，可转换债（含分离交易可转换债），短期融资券，中期票据，资产支持证券，固定收益型养老金产品，混合型养老金产品，债券基金	合计不得高于养老基金资产净值的 135%
股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品	合计不得高于养老基金资产净值的 30%
国家重大项目和重点企业股权	合计不得高于养老基金资产净值的 20%。

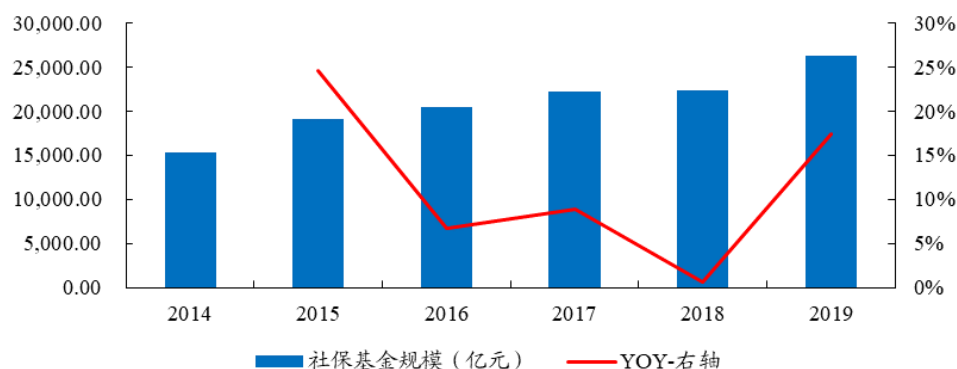
资料来源：国务院、开源证券研究所

**社保基金为重要补充来源。**社保基金包括全国社保基金、个人账户基金、地方委托资金等，全国社保基金是国家社会保障储备基金，用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、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。社保基金为第一支柱重要补充，有社保基金理事会直接投资和委托投资相结合，2020 年整体规模为 2.6 万亿元。

**表22: 社保基金为重要补充来源**

项目	社保基金
资金来源	(1) 全国社保基金: 国家社会保障储备基金, 用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、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。 (2) 个人账户基金: 基本养老保险个人账户中央补助资金及其投资收益; (3) 地方委托资金: 山东省人民政府委托社保基金会管理的部分企业职工基本养老保险基金结余资金及其投资收益
投资方式	直接投资与委托投资相结合
投资范围	(1) 直接投资由社保基金会直接管理运作, 主要包括银行存款、信托贷款、股权投资、股权投资基金、转持国有股和指数化股票投资等。 (2) 委托投资由社保基金会委托投资管理人管理运作, 主要包括境内外股票、债券、证券投资基金, 以及境外用于风险管理的掉期、远期等衍生金融工具等
相关持牌机构	(1) 境外投资管理人: 摩根资产管理、瑞士隆奥、路博迈、施罗德投资管理、梅陇资产管理、实港投资伙伴、宏富投资、天达资管、RBC 环球资产管理、AEW 资本管理、安保资本投资、欧洲投资者投资管理。 (2) 境内投资管理人: 南方基金、博时基金、华夏基金、鹏华基金、长盛基金、嘉实基金、易方达基金、招商基金、国泰基金、中金公司、大成基金、富国基金、工银瑞信基金、广发基金、海富通基金、汇添富基金、银华基金、中信证券 (3) 托管银行: 交通银行、中国银行、工商银行、农业银行、建设银行、北美信托银行、花旗银行

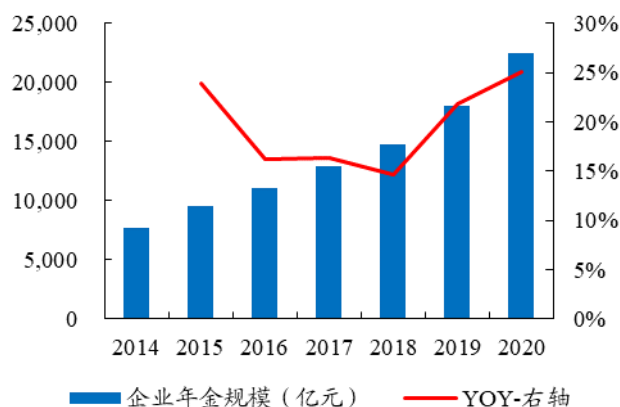
资料来源: 社保基金理事会、开源证券研究所

**图55: 2019 年社保基金整体规模为 2.6 万亿元**


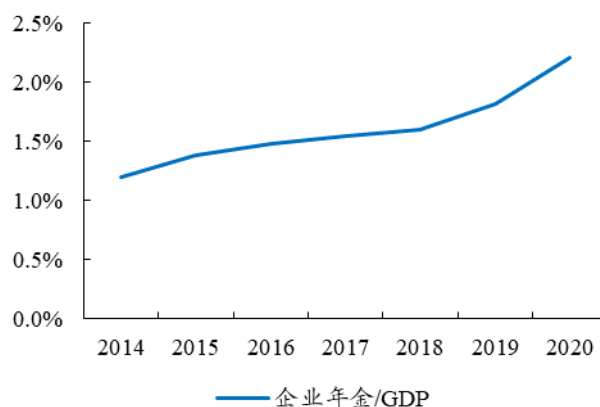
数据来源: 社保基金理事会、开源证券研究所

### ● 第二支柱

**第二支柱包括企业年金和职业年金, 整体规模较小。**企业年金主要适用于企业职工, 企业根据自身建设情况自愿选择为本企业职工建立的一种补充性养老金制度, 由雇主和个人双方共同缴费; 职业年金制度面向机关事业单位职工, 具有一定强制性, 同样由单位和个人共同缴费, 采取基金累积的方式。第二支柱整体规模相较第一支柱较小, 2020 年企业年金规模 2.2 万亿元, 截至 2019 年 5 月末, 职业年金累积结余规模约 6100 亿元, 企业年金占 GDP 比重仅 2% 左右。

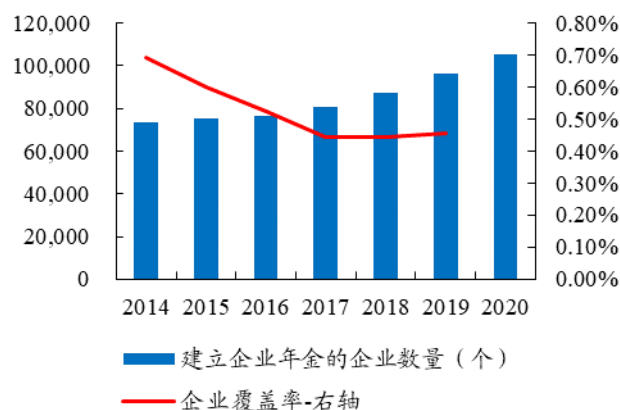
**图56: 2020年企业年金规模约2.2万亿元**


数据来源: 人社部、开源证券研究所

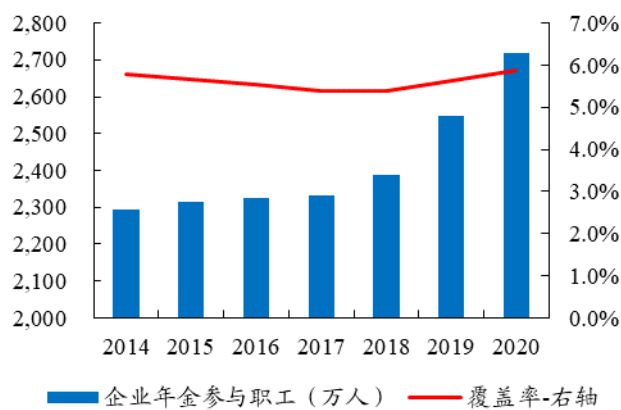
**图57: 企业年金占GDP比重仅2%左右**


数据来源: 人社部、开源证券研究所

**企业年金整体覆盖率较低。**截至2020年末，全国共有10.5万家企业建立企业年金制度，占企业法人数量比重低于1.0%，覆盖员工数量为2718万人，占城镇单位就业人员数量比重仅5.9%，企业年金覆盖率远低于城镇职工基本养老保险。

**图58: 企业覆盖率较低**


数据来源: 人社部、开源证券研究所

**图59: 参与职工覆盖率较低**


数据来源: 人社部、开源证券研究所

**职业年金覆盖率较高，但提升空间有限。**职业年金的强制性使得职业年金的覆盖率高于企业年金，截至2019年5月末，职业年金累计结余规模约6100亿元，机关事业单位人员覆盖率82%，参与职工中，缴费率超过96%。但由于职业年金仅适用于机关事业单位人员，当前覆盖率已经到达高位，未来提升空间有限。

**采用委托方式进行管理，员工无自主选择权。**企业年金管理涉及委托人、受托人、账户管理人、托管人、投资管理人，可投资于银行存款、股票、基金等产品，员工在投资上无自主选择权。

**表23: 企业年金采用委托方式管理**

项目	委托人	受托人	账户管理人	托管人	投资管理人
概述	建立企业年金计划的企业及其职工	(1) 企业年金理事会: 由企业职工大会或者职工代表大会讨论确定 (2) 法人受托机构, 法人受托机构具备账户管理或者投资管理业务资格的, 可以兼任账户管理人或者投资管理人	接受受托人委托管理企业年金基金账户的专业机构	接受受托人委托保管企业年金基金财产的商业银行	接受受托人委托投资管理企业年金基金财产的专业机构
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; 向企业和受益人提供企业年金基金企业账户和个人账户信息查询服务; 向受益人提供年度权益报告等	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	对企业年金基金财产进行投资; 定期向受托人提交企业年金基金投资管理报告等
持牌机构		(1) 银行: 工商银行、中国银行、招商银行等; (2) 信托: 华宝信托、中信信托; (3) 保险: 平安养老、长江养老、太平养老、国寿养老、泰康养老、建信养老、人保养老等	(1) 银行: 工商银行、交通银行、浦发银行、招商银行等; (2) 信托: 华宝信托; (3) 保险: 国寿养老、泰康养老保险、平安养老保险、长江养老保险、太平养老保险、建信养老、新华养老等	工商银行、建设银行、招商银行、中国银行等	(1) 基金: 海富通、华夏、南方、易方达、嘉实、招商、富国、博时、银华、华泰资管等; (2) 券商: 中金公司、中信证券 (3) 保险: 平安养老、太平养老、长江养老、国寿养老等

资料来源: 人社部、开源证券研究所

**表24: 企业年金可投资于银行存款、股票、基金等产品**

投资范围	投资比例
一年期以内(含一年)的银行存款、中央银行票据, 同业存单, 剩余期限在一年期以内(含一年)的国债, 剩余期限在一年期以内(含一年)的政策性、开发性银行债券, 债券回购, 货币市场基金, 货币型养老金产品等流动性资产	合计不得低于投资组合委托投资资产净值的 5%
一年期以上的银行存款, 标准化债权类资产, 信托产品, 债权投资计划, 债券基金, 固定收益型养老金产品, 混合型养老金产品等固定收益类资产	合计不得高于投资组合委托投资资产净值的 135%
股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品(含股票专项型养老金产品)等权益类资产	合计不得高于投资组合委托投资资产净值的 40%
信托产品、债权投资计划, 以及信托产品型、债权投资计划型养老金产品	合计不得高于投资组合委托投资资产净值的 30%

资料来源: 人社部、开源证券研究所

### ● 第三支柱

**第三支柱发展时间短, 规模较小。**2018年4月, 财政部等五个部门联合印发《关于开展个人税收递延型养老保险试点的通知》, 宣布在上海市、福建省(含厦门市)和苏州工业园区三地实施税延养老险试点, 标志着我国第三支柱个人养老金制度正式落地。目前整体规模较小, 截至2020年末, 共有23家保险公司参与个人税收递延

型养老保险试点,19家公司出单,累计实现保费收入4.26亿元,参保人数4.88万人。

**税延型养老保险采用 EET 税收优惠,整体吸引力较弱。**首先,税延型产品税收优惠相对较小,我国目前个税起征点提升至 5000 元后,个税纳税人数降至 6400 万,占总人口数量仅 4.6%,税收优惠受益范围有限,此外,税延型养老保险最终税率为 7.5%,税前抵扣金额最高 1000 元,同时办理税优手续麻烦,因此整体吸引较低。

**表25: 税延型养老保险采用 EET 税收优惠**

项目	税延型养老保险
缴费环节	(1) 缴纳的保费准予在申报扣除当月计算应纳税所得额时予以限额据实扣除,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; (2) 取得个体工商户生产经营所得、对企事业单位的承包承租经营所得的个体工商户业主、个人独资企业投资者、合伙企业自然人合伙人和承包承租经营者,扣除限额按照不超过当年应税收入的 6%和 12000 元孰低。
投资环节	计入个人商业养老资金账户的投资收益,在缴费期间暂不征收个人所得税
领取环节	(1) 个人达到国家规定的退休年龄时,可按月或按年领取商业养老金,领取期限原则上为终身或不少于 15 年。个人身故、发生保险合同约定的全残或罹患重大疾病的,可以一次性领取商业养老金; (2) 对个人达到规定条件时领取的商业养老金收入,其中 25%部分予以免税,其余 75%部分按照 10%的比例税率计算缴纳个人所得税。
税前扣除方式	个人购买符合规定的商业养老保险产品,享受递延纳税优惠时,以中保信平台出具的税延养老扣除凭证为扣税凭证。取得工资、薪金所得和连续性劳务报酬所得的个人,应及时将相关凭证提供给扣缴单位,扣缴单位纳税人办理税前扣除有关事项。个人在试点地区范围内从两处或者两处以上取得所得的,只能选择在其中一处享受试点政策。
产品	(1) A 类产品,即收益确定型产品,是指在积累期提供确定收益率(年复利)的产品,每月结算一次收益; (2) B 类产品,即收益保底型产品,是指在积累期提供保底收益率(年复利),同时可根据投资情况提供额外收益的产品,每月或每季度结算一次收益。根据结算频率不同,分为 B1 类产品(每月结算)和 B2 类产品(每季度结算)。 (3) C 类产品,即收益浮动型产品,是指在积累期按照实际投资情况进行结算的产品,至少每周结算一次。

资料来源:人社部、开源证券研究所

**发展第三支柱养老势在必行,9月底之前将出台第三支柱养老保险相关政策。**根据中保协发布的《中国养老金第三支柱研究报告》预测,未来 5-10 年时间,中国预计会有 8-10 万亿元的养老金缺口,同时将会随着时间的推移进一步扩大,随着我国人口老龄化加速到来,发展第三支柱势在必行。《“十四五”规划纲要》指出,我国要发展多层次、多支柱养老保险体系,提高企业年金覆盖率,规范发展第三支柱养老保险。国务院印发的《关于落实〈政府工作报告〉重点工作分工的意见》表示,将在 9 月底之前出台第三支柱养老保险相关政策,年内持续推进。

### 3.2、政策猜想:或将涉及账户、产品、税收优惠等方面

**监管频频表态大力发展养老金第三支柱。**监管多次公开表态发展养老金第三支柱,推动第三支柱养老金入市,从整体设计上看,我国养老金政策改革或将分三步走,第一步将聚焦账户体系建设,第二步扩大民众群体参与程度,第三步将实现养老金市场持续增长。

**表26: 政府表态将发展养老金第三支柱**

时间	活动	内容
2020.5.15	全国投资者保护宣传日	证监会主席易会满: 推动放宽各类中长期资金入市比例和范围, 尽快推动实现个人养老金投资公募基金政策落地。
2020.5.25	两会	全国政协委员、证监会原副主席姜洋: 打通第二、第三支柱, 促进补充养老保障体系发展; 建立市场化的养老金投资运营体系; 支持养老目标基金发展。
2020.10.21	2020 年金融街论坛	央行党委书记、银保监会主席郭树清: 要发挥金融优势, 大力发展第三支柱养老保障, 有效缓解我国养老保险支出压力。总的方针是‘两条腿’走路, 一方面要正本清源, 统一养老金融产品标准, 清理名不符实产品; 另一方面开展业务创新, 大力发展真正具备养老功能的专业养老产品, 包括养老储蓄存款、养老理财和基金、专属养老保险、商业养老金。 证监会主席易会满建议: 要加强投资端制度建设, 并明确表示推动优化第三支柱养老金等中长期资金入市的政策环境。
2020.11.6	银保监会国务院政策例行吹风会	银保监会副主席梁涛: 国际经验表明, 第三支柱作为个人补充养老保险的制度是利用金融手段增加养老保障供给的有效形式
2020.11.20	中保协发布《中国养老金第三支柱研究报告》	截至 2030 年将第三支柱养老金发展到 10 万亿元资产的规模, 改革通过“三步走”系统推进。2021-2024 年以“打造基础、实现突破、提高吸引力”为重点目标, 聚焦账户体系建设、养老金企业的专项政策的落地; 2025-2027 年以“持续扩大覆盖广度和深度”为阶段使命, 以税收制度作为杠杆撬动更大民众群体参与; 2028-2030 年着重实现养老金市场的“全面腾飞”, 使养老金成为民众标配和习惯。
2020.12.16	国务院政策例行吹风会	银保监会副主席黄洪: 下一步, 银保监会主要从以下几个方面来加快推进商业养老保险的发展: 一是加快发展专业化经营主体; 二是扩大商业养老保险领域对外开放; 三是加大养老保险产品创新; 四是强化养老保险基础建设; 五是加强人才队伍建设, 提升专业能力。
2020.12.22	证监会党委会和党委(扩大)会	证监会主席易会满: 推动加强多层次、多支柱养老保险体系与资本市场的衔接
2021.2.26	国务院新闻发布会	第三层次在整个养老保险体系中目前还是个短板, 要建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持, 资金形成市场化投资运营的个人养老金制度
2021.3.11	《“十四五”规划纲要》	完善城镇职工基本养老保险合理调整机制, 逐步提高城乡居民基础养老金标准。发展多层次、多支柱养老保险体系, 提高企业年金覆盖率, 规范发展第三支柱养老保险。

资料来源: 证监会、银保监会、开源证券研究所

**两会代表针对第三支柱养老保障提出多类建议。**两会期间, 两会代表针对第三支柱养老从账户建设、税收优惠、养老产品、实际操作等多方面提出建议, 主要认为未来需要建立打通一二三支柱的个人养老账户, 同时扩大养老金融产品, 提高一二支柱投资权益类产品比例, 加大个人及机构养老业务税收优惠等。

**表27: 两会代表针对第三支柱养老保障提出建议**

代表	两会提案主要内容
全国政协委员、国寿集团董事长王滨	(1) 加大税收优惠力度。对个人以降低领取阶段的税负为核心, 打通第二、第三支柱税收优惠, 吸引更多个人参与; 对机构通过差异化的增值税减免措施, 降低机构经营养老保险业务的税负水平。 (2) 强化三支柱间的衔接转换贯通。加快构建统一的个人养老金账户制度, 三支柱间共享信息, 实现不同层次养老保险产品的便捷转换和退出。 (3) 引导养老金融产品形成专属优势。针对第三支柱养老金融产品, 配套出台机制相容的监管规定、会计准则、业绩考核办法等, 坚定长期化定位, 统一标准, 统一领取期限及条件, 并在估值核算、投资范围和投资比例等方面给予鼓

	<p>励性政策，强化养老金融产品的专属属性。</p> <p>(4) 试点先行推进三支柱改革。加快推进业务创新试点，大力发展真正具备养老功能的专业养老产品，包括养老储蓄存款、养老理财和基金、专属养老保险、商业养老金等，建议选择大型金融保险机构先行开展试点。</p>
<p>全国政协委员、对外经济贸易大学国家对外开放研究院研究员孙洁</p>	<p>加强顶层设计，扩大第三支柱覆盖面；将保险系产品作为中国养老金第三支柱发展初期的产品主体；加大对第三支柱产品的政策支持力度；积极开展养老金融教育；建立养老金第三支柱专属账户体系，打通“三支柱”之间资金流动的渠道；扩大养老金和企业年金投资范围，进一步放开投资端限制，允许更高比例投资在权益类、另类资产；适当降低养老金产品的资本金要求，拉长年金投资业绩的考核周期；对于养老金业务给予税收优惠等。尤其是对养老金（包括基本养老金、企业年金、职业年金、个人税延等）投向国家建设重点项目提供相应优惠政策。</p>
<p>全国人大代表、中国太保寿险上海分公司副总经理周燕芳</p>	<p>(1) 加强顶层设计，探索建立养老金第三支柱专属账户体系。探索建立养老金第三支柱专属账户体系，对第三支柱下银行、保险、信托、基金等各类投资管理机构发行的养老产品账户打通，进行资金管理、投资管理等的统一归集，并享有相对应的税延政策；探索通过实名认证且唯一的第三支柱个人养老金账户，实现资金在“三支柱”之间的转移接续，建立养老金账户“一账通”的衔接机制；</p> <p>(2) 明确商业养老保险。建议将保险系产品作为中国养老金第三支柱发展初期的产品主体。支持保险业先行先试养老金第三支柱并进行深化和扩大推广，有效保证养老金风险保障和长期储蓄功能的充分发挥。鼓励加大养老保险产品创新，适当扩展保障责任，提供更加灵活的养老金积累和领取服务，创新发展提供具备长期直至终身领取功能的养老年金保险等。鼓励保险业参与长期护理保险、变额年金保险、住房反向抵押养老保险等商业养老保险产品的试点工作，以满足我国不同阶段、不同层次人群对养老储蓄的多样化需求。</p> <p>(3) 加大对第三支柱产品的政策支持力度。应进一步丰富普惠产品范围，提升税收优惠力度并丰富激励方式，出台一揽子强有力的激励政策，推动商业养老保险税收优惠走向普惠；建议对纳入税延养老框架的各类型金融产品围绕基本要素建立统一标准；降低或免除领取阶段税率，提高产品吸引力和优惠政策覆盖范围。</p> <p>(4) 扩大商业养老保险投资范围，提升长期养老金收益率</p> <p>(5) 简化税延养老保险业务全流程，提升吸引力和参与率</p>
<p>全国政协委员、交银施罗德总经理谢卫</p>	<p>(1) 进一步提高个人税收优惠政策力度。在缴费环节，建议在现有基础上适当提高第三支柱缴费的税前扣除额度，并根据社会平均工资增长、通货膨胀等因素的变化进行指数化调整，建立动态调整机制；在领取环节，建议比照领取年金的个人所得税处理方式，不计入综合所得，全额单独适用个人所得税税率表计税，鼓励分期领取，降低领取时适用税率，进一步扩大第三支柱个人养老金制度的受益人群。</p> <p>(2) 实施合格金融产品税费优惠政策。一方面建议对纳入第三支柱范围的公募基金、银行理财、个税递延产品等合格金融产品，减免投资交易环节的增值税和印花税等相关税费，降低交易成本，增厚投资收益，突出该类金融产品的养老投资属性，以区别于普通金融产品；另一方面建议对金融机构因发行管理第三支柱合格金融产品而取得的收入，减免对应的增值税和企业所得税，降低机构开发、拓展该类金融产品的经营成本，鼓励金融机构加大资源投入力度、更积极地参与我国第三支柱市场建设。</p> <p>(3) 统筹年金和第三支柱税收政策。美国等海外国家的成功经验表明，统筹第二、第三支柱补充保险养老的发展，对多层次养老保险体系的建设有着积极作用。建议进一步推动年金和第三支柱在税收方面的统筹衔接，即将缴费税收优惠政策赋予到个人，允许个人灵活选择运用于年金计划或第三支柱，为第三支柱制度的良好开端和行稳致远奠定基础。</p>
<p>全国人大代表、中国银保监会信托监管部主任赖秀福</p>	<p>扩大第三支柱覆盖面和供给能力；探索建立养老金第三支柱专属账户体系，打通各支柱之间资金流动的渠道，特别是企业年金、职业年金与个人养老账户之间应率先做好制度对接与互补；加快以个人商业养老保险为代表的养老金第三支柱发展，建议将保险系、信托系产品作为我国养老金第三支柱发展初期的产品主体，支持保险业、信托业先行先试养老金第三支柱并进行深化和扩大推广。</p>
<p>全国政协委员郑秉文</p>	<p>尽快扩大企业年金的参与率，引入“自动加入”机制，同时尽快出台第三支柱的顶层设计。应该推出一个完整的、容纳所有金融产品的第三支柱制度设计方案。应让税收优惠政策落实在账户持有人身上而非产品上，让账户持有人能够用一个账户“通吃”所有合格金融产品，以提高第三支柱的便利性和可及性。</p>

资料来源：国际金融报、人民网、开源证券研究所

结合两会代表提案及海外情况，未来政策或将涉及账户、产品、税收优惠等方面。

- **账户建设：**美国采用个人退休账户，离职后 DC 计划可转入 IRA 账户中，人社部表示未来我们将建立以账户制为基础的个人养老金制度，因此预计未来我国也将建立个人养老金账户制度，同时可能与第一支柱和第二支柱的个人账户打通；
- **账户管理机构选择：**美国选择灵活，合格金融机构均可作为管理机构，我们认为，我国金融机构中，银行账户体系建设最为完善，初期可能会选择大型银行作为管理机构；此外，参考美国经验，目前各类金融机构专业化程度不断提升，另一种情况可能是选择大型银行、券商、保险、基金公司等作为试点机构。
- **税收优惠：**美国目前采取 EET 和 TEE 税收优惠，我们目前第三支柱采取 EET 模式的税收优惠政策，即个人缴费按 6% 和 1000 元孰低原则税前扣除；投资收益暂不征收个人所得税；个人领取时 75% 部分按照 10% 的税率缴纳个人所得税，但税前扣除额度偏低，未来或将提高第三支柱缴费的税前扣除额度，并进行动态调整，同时降低个人领取阶段的税负。
- **可投资资产选择：**美国资产选择较多，共同基金、股票、债券、银行存款等均可作为资产投向，且以权益类资产为主，易会满主席提出，未来要尽快推动实现个人养老金投资公募基金政策落地，预计未来我国第三支柱养老金在可投资资产上可能包括基金、债券、银行理财等产品，或将设置产品或机构白名单等。

表28：政策或将涉及账户、管理机构、税收优惠等多方面

项目	监管表态	两会提案	海外情况	政策猜想
账户建设	要建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持，资金形成市场化投资运营的个人养老金制度	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 建立统一的个人养老金账户制度，允许符合一定条件的参保人将第一支柱中的个人账户直接转移至第二支柱或第三支柱；允许离职人员将企业/职业年金归属个人的资金转移到第三支柱；对于单位未建立企业年金的，允许将企业年金中给予个人的税收政策转移叠加到个人养老金。</li> <li>● 对第三支柱下银行、保险、信托、基金等各类投资管理机构发行的养老产品账户打通。</li> </ul>	美国：个人养老金账户（IRA），离职后 DC 计划养老金可转换至 IRA 账户中； 日本：包括 iDeCo 和 NISA 两种账户，第二支柱可以转到 iDeCo 账户中	建立个人养老金账户制度，可能与第一支柱以及第二支柱的个人账户打通
账户管理机构		建议选择大型金融保险机构先行开展试点	美国：可在银行、券商、保险、基金公司等金融机构中选择，DC 计划由雇主选择管理机构，IRA 账户自行选择管理机构； 日本：iDeCo 在白名单中选择金融机构，NISA 可选择券商、银行、基金等机构	猜想一：初期选择大型银行作为试点机构，拥有个人养老金账户管理权； 猜想二：选择几家大型银行、保险、券商和基金公司作为试点机构
税收优惠		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 研究制定养老保险产品税收优惠政策，对个人以降低领取阶段的税负为核心，对机构通过差异化的增值税减免措施，降低机构经营养老保险业务的税负水平。</li> </ul>	美国：401(K) 和传统 IRA 采用 EET 模式，缴纳和投资过程中免税，领取时纳税； 罗斯 IRA 采用 TEE 模式，	提高第三支柱缴费的税前扣除额度，并进行动态调整； 降低个人领取阶段的税负。

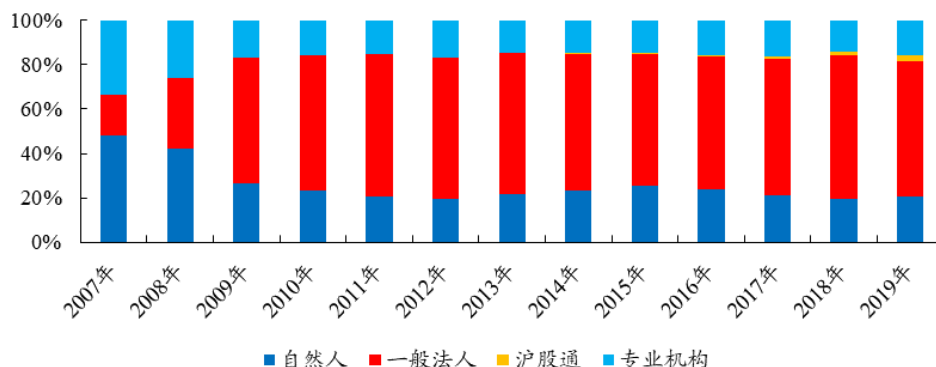


		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 进一步丰富普惠产品范围，提升税收优惠力度并丰富激励方式。</li> <li>● 一方面建议对纳入第三支柱范围的公募基金、银行理财、个税递延产品等合格金融产品，减免投资交易环节的增值税和印花税等相关税费，降低交易成本，增厚投资收益；另一方面建议对金融机构因发行管理第三支柱合格金融产品而取得的收入，减免对应的增值税和企业所得税。</li> <li>● 在缴费环节，建议在现有基础上适当提高第三支柱缴费的税前扣除额度，并根据社会平均工资增长、通货膨胀等因素的变化进行指数化调整，建立动态调整机制；在领取环节，建议比照领取年金的个人所得税处理方式，不计入综合所得，全额单独适用个人所得税税率表计税，鼓励分期领取，降低领取时适用税率，进一步扩大第三支柱个人养老金制度的受益人群。</li> </ul>	缴纳为税后金额，领取时无需纳税 日本：采取 EET 免税模式	
可投资资产	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 推动放宽各类中长期资金入市比例和范围，尽快推动实现个人养老金投资公募基金政策落地。</li> <li>● 符合规定的银行理财、商业养老保险、基金等金融产品都可以成为养老保险第三支柱的产品，通过市场长期投资运营，实现个人养老金的保值增值。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 扩大养老金及企业年金投资范围，允许更高比例投资在权益类、另类资产。</li> <li>● 建议将保险系、信托系产品作为我国养老金第三支柱发展初期的产品主体。</li> <li>● 适当降低养老金产品的资本金要求，拉长年金投资业绩的考核周期</li> </ul>	美国： <ul style="list-style-type: none"> <li>● DB 计划：股票、债券、银行存款、保险等；</li> <li>● DC 计划：股票、保险、共同基金、银行存款等；</li> <li>● IRA：股票、债券、保险、共同基金、银行存款、其他资产等。</li> </ul> 日本： <ul style="list-style-type: none"> <li>● iDeCo：存款、基金、保险产品等金融产品；</li> <li>● NISA：股票、基金、保险等</li> </ul>	允许第三支柱养老金投向共同基金、保险产品、银行存款、理财产品等产品，可能设置产品或产品管理机构白名单，对权益类产品设置一定投资比例，第一和第二支柱养老金投资权益类产品比例或将提高。

资料来源：国际金融报、人民网、证监会、银保监会、ICI、开源证券研究所

### 3.3、金融机构：账户管理及产品提供权为关键

**机构资金占比有望持续提升，股市稳定性增强。**目前 A 股机构化趋势不断加剧，据上交所统计，从 2007-2019 年，自然人持股市值比重从 48% 下降至 21%，自然人持股市值占比持续下降，未来随着第三支柱养老金不断入市，我国机构资金占比有望持续提升，未来股市稳定性有望不断增强。

**图60: 我国自然人持股市值不断下降**


数据来源: 上交所、开源证券研究所

**公募基金有望持续扩容, 指数基金或将迎来风口。**纵观美国养老金大发展中, 共同基金迎来发展机遇, 规模持续扩张, 未来在我国第三支柱养老资金入市, 公募基金有望迎来持续扩张, 参考美国共同基金发展态势, 在机构化进程加速中, 指数基金由于其低费率优势受到机构资金青睐, 目前我国指数基金规模仍较低, 未来在第三支柱养老发展中或将迎来风口。

**账户管理和产品供给为关键, 头部机构和资产端有优势的公司有望优先受益。**对金融机构而言, 第三支柱养老金账户管理权以及产品提供权至关重要。

- 若账户管理权仅选择部分银行进行试点, 未来银行财富管理业务将实现快速发展, 头部券商、基金公司或与银行合作进行资产配置; 若账户管理权对选择部分银行、券商、保险、基金公司进行试点, 则各类金融机构均有受益, 但银行具有账户和客户端优势, 市场份额将保持领先, 头部券商和基金公司有望优先受益。
- 若账户管理方式以产品选择模式为主, 则拥有产品供给提供权的机构将从产品端受益, 包括头部基金公司、参控股基金公司的券商等。

## 4、投资结论

**第三支柱养老政策或涉及多方面, 头部及资产端有优势的金融机构将优先受益。**从海外发展情况来看, 养老金是美国财富管理发展的重要推动因素。我国目前养老金第一支柱财政负担较重, 第二支柱覆盖率较低, 第三支柱规模较小, 监管多次公开表态将发展养老金第三支柱, 推动第三支柱养老金入市, 未来我国养老金或将成为财富管理发展的催化剂。参考美国及日本第三支柱发展情况, 未来政策或将涉及账户、产品、税收优惠等方面, 对金融机构而言, 银行在账户端有先天优势, 受益程度较大, 账户管理和产品供给为关键, 头部机构和资产端有优势的公司有望优先受益。东方财富在客户端和平台方面有先发优势, 有望受益; 东方证券、兴业证券和广发证券旗下参控股基金公司有望带来资产端优势, 头部券商中信证券和中金公司(H股)综合优势强, 有望在本轮养老金政策中受益。

**表29: 受益标的估值表**

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2021/07/01	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	
300059.SZ	东方财富	31.16	0.58	0.80	1.07	53.84	38.95	买入
600958.SH	东方证券	9.99	0.38	0.73	0.92	26.29	13.68	买入
600030.SH	中信证券	24.67	1.16	1.54	1.79	21.27	15.98	未评级
3908.HK	中金公司	57.93	1.60	1.95	2.40	36.25	29.71	未评级
000776.SZ	广发证券	15.03	1.32	1.54	1.74	11.39	9.77	未评级
601377.SH	兴业证券	9.66	0.60	0.70	0.81	16.16	13.86	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: (1) 除东方财富、东方证券外, 上述公司 EPS 数据取自 Wind 一致性预期;

(2) 中金公司 H 股价格为港币, 2021 年 7 月 1 日汇率 (1 港币=0.83 人民币)。

## 5、风险提示

- 政策落地不及预期;
- 市场竞争不断加剧。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn