

潜在规模庞大，未来成长可期

——养老金系列报告五：第三支柱发展空间、入市规模及价值贡献测算

投资观点

当前我国养老金第三支柱发展缓慢。(1) 老年抚养比不断提高，养老金体系问题凸显。当前我国老龄化程度不断加深，根据联合国的预测，中国老年抚养比 2060 年将提高到 53.11%，高于美国、英国、法国和澳大利亚等，家庭养老负担不断加重。然而我国一二支柱发展有限，第三支柱占比极低，养老金体系发展极不平衡。(2) 相较美国，我国养老金第三支柱发展缓慢且基数低。美国养老金体系以第二和第三支柱为主，2020 年第三支柱占比为 34.64%，占 GDP 比重为 58.44%，而我国第三支柱这两个比例几乎均为 0。

我国养老金第三支柱未来发展空间广阔。(1) 政策利好：近年来政府高度重视第三支柱的发展，多重政策陆续出台，不断强调规范发展第三支柱养老保险；(2) 养老金缺口将不断扩大：根据 2020 年 11 月 20 日中保协发布《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 万亿的养老金缺口。(3) 长期来看，第三支柱规模有望达到 18-35 万亿：假设我国三支柱比例未来与美国持平，则第三支柱将有 34.78 万亿增长空间；假设我国居民金融资产配置于养老金资产比例未来可达到 30%，则第三支柱将有 18.12 万亿增长空间。(4) 短期来看，按增长率测算，第三支柱需要高速增长方能突破万亿规模；按税优限额测算，我国第三支柱 2030 年规模可达 3 万亿。(5) 根据美国二三支柱结转经验，打通二三支柱将有利于促进我国养老金体系均衡发展。

布局权益投资将增厚第三支柱投资收益。(1) 海外经验：美国第二和第三支柱养老金主要配置于共同基金，其中美国个人退休储蓄账户（IRA）主要投资于共同基金，2020 年占比为 45%，其中股票型基金占比达 56%；401(k) 计划投资选择则较为灵活；日本第三支柱偏好权益类投资，其中 iDeCo 计划主要投资于信托类资产，2020 年 3 月末占比为 48.1%，NISA 计划主要投资于上市股票以及投资信托，2020 年比例分别为 40.8%和 56.9%；(2) 我国社保基金年均投资收益率较高，稳定在 7.8%-9.8%之间：我国社保基金投资较为灵活，且权益类投资带来较大收益；企业年金投资收益率近年来超过通货膨胀率，但整体不及社保基金。因此，我国养老金未来可在兼顾稳健前提下加大权益市场投资。

我国第三支柱入市规模最高有望实现 16 万亿元增长。根据《中国养老金发展报告 2020》，截至 2019 年我国第二和第三支柱养老基金总资产占股市市值的比例仅 1.37%，与全球平均水平 21.47%还有很大差距。以最大投资比例进行假设，长期来看，第三支柱入市规模有望实现 8.15-15.65 万亿；短期来看，第三支柱入市规模 10 年内有望达到 0.52-4.08 万亿元。

第三支柱发展可助力险企 EV 稳健增长。我们假设第三支柱规模中，新单占比 40%，NBVM24%，同时结合美国第三支柱资产配置于寿险公司的比例，长期来看，第三支柱可为险企贡献 0.7-1.4 万亿保费收入及 700-1300 亿 NBV；短期来看，第三支柱未来 10 年可为险企贡献 1000-7800 亿保费收入及 100-700 亿 NBV，叠加投资端通过提升入市比例增厚其投资收益，将共同助力险企实现内含价值的稳健增长。

投资建议：根据我们测算，第三支柱长期发展空间广阔，投资端通过提升入市规模也将增厚其投资收益，可见第三支柱发展未来有望为保险行业带来新的增长点，建议关注多线布局养老产业、内含价值相对稳健、股息率较高、未来有望实现估值修复的大型保险公司中国平安、中国太保。

风险提示：监管政策变动、利率下行趋势加大、养老产业布局不及预期。

非银行金融 增持（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

联系人：郑君怡

010-57378023

zhengjiy@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

养老金系列报告四：保险+养老社区发展深度研究，养老社区发展潜力巨大，险企布局具有天然优势（2021-06-28）

养老金系列报告三：国内养老金产品深度研究，养老金融改革加速，第三支柱养老金蓄势待发（2021-04-10）

养老金系列报告二：海外养老金体系深度研究，见贤思齐，反观诸己（2021-03-06）

任重道远，砥砺前行——保险行业系列报告三：国内养老金的现状及发展探讨（2020-11-14）

投资聚焦

研究背景

2021 年政府工作报告中着重强调要发挥养老保险第三支柱作用，首次明确提到“推进基本养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险”。当前我国老龄化压力不断加重，给我国养老金体系带来巨大挑战。

在我国的三支柱养老体系中，第一支柱存在占比过重，存在财政支付压力大，替代率不足等问题；第二支柱企业年金覆盖面不足，职业年金提升规模有限；第三支柱养老金起步较晚，规模微小。

随着国内居民可支配收入水平的不断提升，以及对养老需求的不断升级，第三支柱未来发展空间巨大。

本研究将站在资本市场角度，对养老金第三支柱的发展空间、入市规模以及价值贡献等开展深入研究。

我们的创新之处

我们以第三支柱发展需求为背景，全面和系统地讨论第三支柱发展前景、运作规划及增长分析，并对未来我国第三支柱的发展空间、入市规模以及价值贡献进行测算。

(1) 我们对近几年第三支柱政策脉络进行梳理，并研究海外养老金发达的国家，认为相较于发达市场，我国第三支柱的发展空间广阔。

(2) 我们分析我国第三支柱可能的产品投资策略与资产配置偏好，并对未来第三支柱进入股市的规模与节奏进行测算。

(3) 基于对第三支柱规模的测算，我们预计养老金第三支柱的发展将为险企带来广阔的保费收入及 NBV 增长空间，叠加投资端通过养老金入市增厚投资收益，将共同助力险企实现内含价值稳健增长。

投资观点

根据我们从不同情景进行的假设，测算得到未来我国养老金第三支柱长期有望实现 18-35 万亿规模增长，短期若保持高速发展态势有望实现 1-10 万亿增长空间，因此**第三支柱未来发展需要重视**。

结合海内外经验，权益投资将增厚我国养老金第三支柱投资收益，并且股票资产的收益风险比在长期明显胜出，符合养老基金提高收益率的需要。根据我们测算，我国养老金第三支柱入市规模短期最高可达 4 万亿，长期最高可达 16 万亿。因此**我国养老金第三支柱未来应重视在资本市场的投资**。

养老金第三支柱发展将为保险行业带来新的增长点，根据我们测算，第三支柱发展长期可为险企贡献 0.7-1.4 万亿保费收入及 700-1300 亿 NBV，短期可贡献 1000-7800 亿的保费收入及 100-700 亿 NBV。

因此，面对养老产业的广阔发展空间以及其能为保险公司带来的巨额潜在增长点，**建议关注多线布局养老产业、内含价值相对稳健、股息率较高、未来有望实现估值修复的大型保险公司中国平安、中国太保**。

目 录

1、当前我国养老金第三支柱发展缓慢	5
1.1、老年抚养比不断提高，养老金体系问题凸显.....	5
1.2、相较美国，我国养老金第三支柱发展缓慢且基数低.....	7
2、我国养老金第三支柱未来发展空间广阔	9
2.1、政策利好下，发展第三支柱成为迫切之需.....	9
2.2、第三支柱长短期规模增长空间广阔.....	10
2.2.1、长期来看，第三支柱规模有望达到 18-35 万亿元.....	10
2.2.2、短期来看，第三支柱规模将有 1-10 万亿增长空间.....	11
2.3、二三支柱相互转化有望进一步促进第三支柱发展.....	13
3、布局权益投资将增厚第三支柱投资收益	13
3.1、海外投资经验助力我国第三支柱优化资产配置.....	14
3.1.1、美国二三支柱养老金配置以共同基金为主.....	14
3.1.2、日本第三支柱偏好权益类投资.....	15
3.2、我国第一和第二支柱在权益市场取得良好收益.....	16
3.3、第三支柱入市规模有望实现 4-16 万亿增长.....	18
3.3.1、加大权益市场投资可以提升第三支柱投资收益率.....	18
3.3.2、险资投资范围逐渐放开，但我国养老金入市比例远低于国外.....	18
3.3.3、第三支柱短期最高可入市 4 万亿，长期最高可入市 16 万亿.....	20
4、第三支柱发展可助力险企 EV 稳健增长	21
5、投资建议	22
6、风险提示	23

图目录

图 1: 中国正加速进入老龄化	5
图 2: 出生率不断降低导致少子化趋势明显	5
图 3: 中国家庭养老负担不断加重	5
图 4: 预计我国老年抚养比 2060 年将达到 53.11%	5
图 5: 企业年金积累基金增速放缓, 职业年金增速提升	7
图 6: 企业年金参保率低	7
图 7: 美国 IRA 规模稳定增加	8
图 8: IRA 投资于共同基金的占比逐年上升	14
图 9: 投向共同基金的 IRA 资产中, 股票型基金占比最高	14
图 10: iDeCo 计划主要投资于信托类资产	15
图 11: 2020 年 3 月末 iDeCo 信托类资产配置中权益类占比最高	15
图 12: NISA 主要投资于上市股票及投资信托	16
图 13: 全国社保基金以委托投资为主	16
图 14: 全国社保基金资产结构	16
图 15: 全国社保基金收入结构	17
图 16: 全国社保基金收益情况	17
图 17: 企业年金投资资产配置结构	17
图 18: 企业年金投资收益率 (当年加权平均收益率)	17

表目录

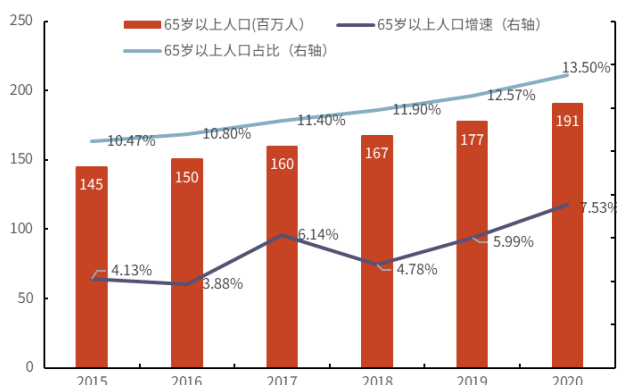
表 1: 2014-2019 年企业职工基本养老保险基金结余情况表 (单位: 亿元)	6
表 2: 我国养老金市场规模 (单位: 亿元)	7
表 3: 2020 年美国与中国养老金三支柱对比 (单位: 万亿美元)	9
表 4: 近年来政策不断强调养老保险加快发展第三支柱	10
表 5: 我国养老金第三支柱未来改革规划	10
表 6: 我国养老金第三支柱增长空间 (按三支柱结构测算, 单位: 万亿元)	11
表 7: 我国养老金第三支柱增长空间 (按居民配置结构测算, 单位: 万亿元)	11
表 8: 我国养老金第三支柱增长空间 (按增速/税优测算, 单位: 百亿元)	13
表 9: 美国各类养老金账户结转规则	13
表 10: 2007-2018 年 401 (k) 计划资产配置	15
表 11: 企业年金投资收益率、社保基金投资收益率与通货膨胀率	17
表 12: 资金投资范围逐渐放开, 投资比例上限提升	19
表 13: 我国养老金三支柱持股规模空间 (按最大投资比例限额测算, 单位: 万亿元)	19
表 14: 2018 年中国与五组国家第二和第三支柱养老金占资本市场平均水平 (万亿美元; %)	20
表 15: 我国养老金第三支柱短期入市规模空间 (单位: 百亿元)	21
表 16: 我国养老金第三支柱 NBV 贡献空间 (单位: 亿元)	21
表 17: 我国养老金第三支柱 NBV 贡献空间 (新增第三支柱规模为按增速测算结果, 单位: 亿元)	22

1、当前我国养老金第三支柱发展缓慢

1.1、老年抚养比不断提高，养老金体系问题凸显

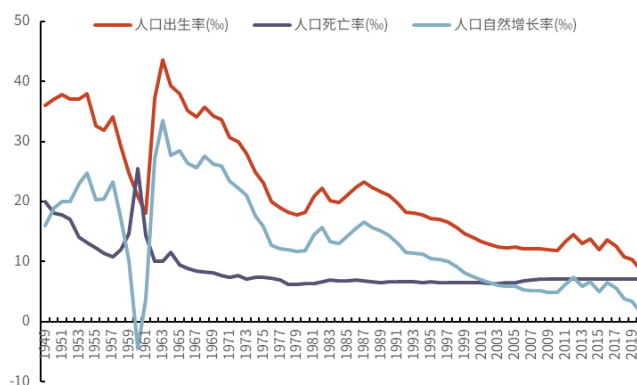
老年抚养比不断提高，养老需求加速升级。（1）当前我国老龄化程度不断加深。据国家统计局数据显示，截至 2020 年我国 65 岁及以上人口数为 1.91 亿人，同比增长 7.53%，占总人口比例达 13.5%。（2）我国人口出生率持续下滑。截至 2020 年人口出生率仅 8.52‰，已进入超少子化社会。（3）家庭养老负担不断加重。老年抚养比（65 岁及以上老龄人口占 15-64 岁劳动人口比重）从 2001 年的 10.09% 上升至 2020 年的 19.71%，增长至近 2 倍。根据联合国的预测，中国老年抚养比 2060 年将提高到 53.11%，高于美国的 40.40%，英国的 46.77%，法国的 50.63% 和澳大利亚的 41.36%。虽然出生率下滑，但近年少儿抚养比却在上升，叠加老年抚养比对家庭经济造成的双重压力，家庭养老负担不断加重，养老需求将加速升级，养老保险制度正面临严峻考验。

图 1：中国正加速进入老龄化



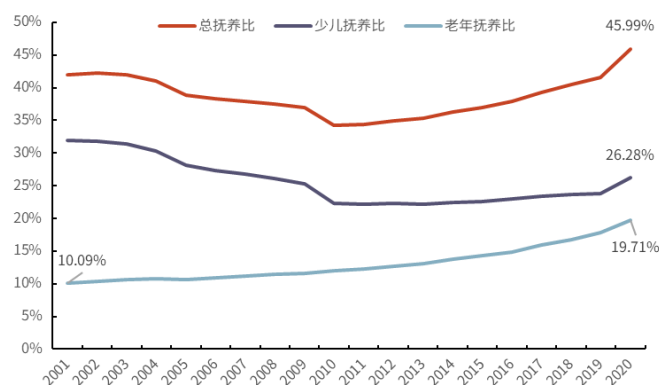
资料来源：国家统计局官网，光大证券研究所

图 2：出生率不断降低导致少子化趋势明显



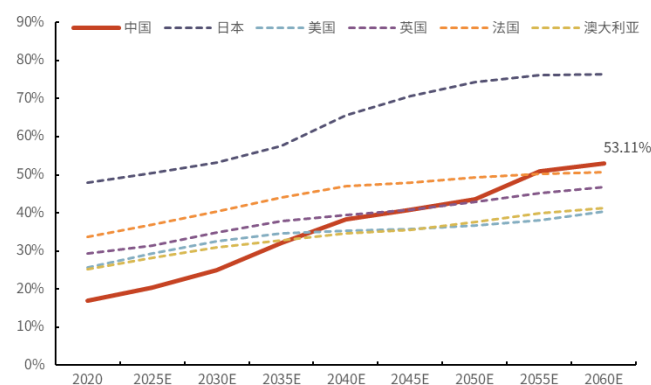
资料来源：国家统计局官网，光大证券研究所

图 3：中国家庭养老负担不断加重



资料来源：国家统计局官网，光大证券研究所

图 4：预计我国老年抚养比 2060 年将达到 53.11%



资料来源：联合国经济和社会事务部官网预测，光大证券研究所

一二支柱发展有限，第三支柱占比极低。我国养老金体系目前分为三大支柱，第一支柱由政府主导，包含基本养老保险（城乡居民基本养老保险+城镇职工基本养老保险）与社保基金补充；第二支柱由企业/机关事业单位及其员工自愿参与，包含职业年金与企业年金，第三支柱为由个人自愿选择参与的商业养老保险（目前仅含个税递延养老保险），截至 2020 年年底，第一、二、三支柱市场规模分

别为 8.27 万亿元（占比 70.02%）、3.54 万亿元（占比 29.98%）、0.0004 万亿元（占比 0.00%）。其中，第一支柱已达到广覆盖水平，第二支柱参与主体有限，而第三支柱尚处于起步阶段，规模及占比极低：

(1) 第一支柱：广覆盖+费率下调，增长空间有限。截至 2020 年年底，我国基本养老保险参保人数为 9.99 亿人，根据第七次全国人口普查结果，截至 2020 年 11 月 1 日，我国 16 岁以上人口数 11.43 亿人，以此为基数计算我国基本养老保险覆盖率为 87.4%（未剔除在校学生），**已达到广覆盖水平**。2019 年 4 月 1 日，国务院办公厅发布《降低社会保险费率综合方案》，**大幅下调职工基本养老保险费率**，将单位缴费比例高于 16% 的降至 16%，于 2019 年 5 月 1 日开始执行，导致未来该部分征缴收入将减少。截至 2019 年年底，职工基本养老保险“征缴收入-总支出”为-4721 亿元，负结余的省份已达到 26 个（占全国 34 个省份的 76.47%），可见财政收支不平衡矛盾凸显。同时 2020 年基本养老保险基金累计结余同比下滑 7.63%，为近年来首次出现负增长，主要由于城镇职工基本养老保险基金累计结存同比下滑 11.54% 所致，因此我国养老金第一支柱增长空间有限，且目前负担较重。

表 1：2014-2019 年企业职工基本养老保险基金结余情况表（单位：亿元）

年份	总收入-总支出	征缴收入-总支出	负结余	
			负结余省份个数	负结余合计数
2014	3458	-1127	24	-2792
2015	3472	-2048	23	-3979
2016	2828	-3520	26	-5228
2017	4389	-2390	24	-5028
2018	5891	-2055	23	-4824
2019	3447	-4721	26	-7421

资料来源：《我国第三支柱个人养老金账户研究》孙洁，光大证券研究所

(2) 第二支柱覆盖率有限：

1) 企业年金覆盖率低且规模增速放缓。截至 2020 年，我国企业年金规模为 2.25 万亿元，占第二支柱总规模的 63.56%，但因中小企业难以承受企业年金带来的成本负担，**我国目前企业年金覆盖率偏低**，截至 2020 年，共有 10.52 万户企业建立了企业年金，参与职工 2717.53 万人，仅占城镇总就业人口的 5.87%，同时企业年金积累基金自 2012 年增速上升至 35% 之后，**开始逐年放缓**，2019 年起虽略有回升，但仍低于 2012 年。

2) 职业年金 2018-2020 年复合增长率达 62.3%，但其覆盖群体有限。截至 2020 年年底，我国职业年金投资规模为 1.29 万亿元，2018-2020 年复合增长率达 62.3%，占第二支柱总规模的 36.44%，**但职业年金仅覆盖机关事业单位职工**，截至 2019 年 5 月末，职业年金参与职工 2970 万人，在参与基本养老的 3612 万机关事业单位工作人员中占比已超过 82%，**覆盖率已达高位**。

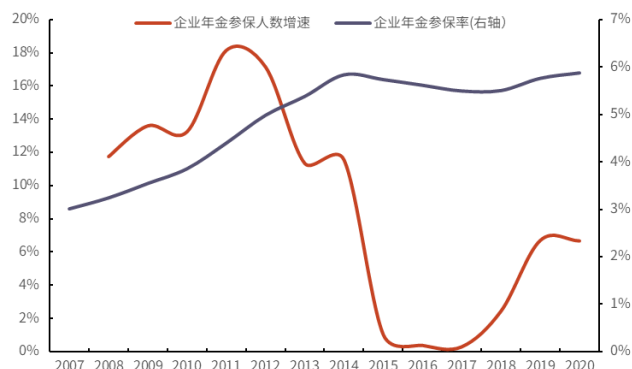
3) 但从第二支柱整体增速来看，职工参与意愿有所提升。2020 年第二支柱规模为 3.54 万亿元，同比增长 47%，作为由职工自愿选择是否参与的补充养老金，一方面在较少企业建立企业年金的情况下，2020 年企业年金增速仍实现 3.3pct 的同比增长，另一方面职业年金较 2019 年 5 月末提升了 111.5%，且超 82% 的职工愿意参与，可见职工参与意愿并不低，且在逐年提升。

图 5：企业年金积累基金增速放缓，职业年金增速提升



资料来源：证券投资基金业协会，人社部，光大证券研究所，职业年金 2019 年数据截至 5 月末，2020 年数据为人社部公布的年末投资规模，作为 2019 和 2020 年的职业年金规模的替代数据进行估算

图 6：企业年金参保率低



资料来源：wind，光大证券研究所

(3) 第三支柱：规模尚小，但未来发展空间广阔。自 2018 年个税递延养老保险试点以来，截至 2020 年年底其保费收入规模仅 4.3 亿元，在三支柱中占比仅 0.004%；参保人数 4.9 万人，占 2020 年城镇就业人员数的比例也几乎为零。但根据第二支柱职工参与意愿经验来看，我们认为未来随着政策不断改进，税优力度不断加大，新产品相继出现以及二三支柱实现相互结转，其发展空间广阔。

由以上分析可知，我国目前养老金体系发展极不平衡。第一支柱和第二支柱短期难以实现快速增长，第三支柱规模尚小。作为未来发展空间大的第三支柱规模若不能迅速提升，在养老需求加速升级的背景下，我国财政负担将进一步加重，养老金体系问题将逐渐凸显。

表 2：我国养老金市场规模（单位：亿元）

中国养老金市场规模	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
基本养老保险	39,937	43,965	50,202	58,152	62,873	58,075	54,284	51,464	49,600
其中：城镇职工基本养老保险	35,345	38,580	43,885	50,901	54,623	48,317	42,739	37,805	33,441
城乡居民基本养老保险	4,592	5,385	6,318	7,250	8,249	9,759	11,545	13,659	16,159
全国社会保障基金	15,083	16,043	18,302	18,105	21,377	24,591	28,289	32,544	37,438
第一支柱	55,020	60,008	68,504	76,257	84,250	82,666	82,574	84,008	87,037
YOY	/	9.1%	14.2%	11.3%	10.5%	-1.9%	-0.1%	1.7%	3.6%
企业年金	9,526	11,075	12,880	14,770	17,985	22,497	28,141	35,201	44,032
职业年金	/	/	/	4,900	6,100	12,900	20,931	33,961	55,104
第二支柱	9,526	11,075	12,880	19,670	24,085	35,397	49,072	69,162	99,135
YOY	/	16.3%	16.3%	52.7%	22.4%	47.0%	38.6%	40.9%	43.3%
第三支柱 (个人税延型商业养老保险)	0	0	0	0.7	2.5	4.3	14.1/15.1	43.2/52.7	122.8/184.4
YOY	/	/	/	/	250.0%	75.5%	228%/250%	206%/250%	184%/250%

资料来源：人社部，全国社保基金理事会，银保监会，《中国金融稳定报告（2021）》，光大证券研究所预测，职业年金 2019 年数据截至 5 月末，2020 年数据为人社部公布的年末投资规模，社保规模剔除个人账户基金和地方委托资金，预测值中，城镇职工基本养老保险、城乡居民基本养老保险、全国社保基金和企业年金均按照 2020 年增速预测，职业年金因 2019 年数据仅截至 5 月末，按照 2018-2020 年复合增速预测，第三支柱按照 YOY 中两种不同增速情景预测。

1.2、 相较美国，我国养老金第三支柱发展缓慢且基数低

(1) 美国养老金第一支柱为联邦公共养老金，包括老年和遗属保险（Old-Age and Survivors Insurance, OASI）、伤残保险（Disability Insurance, DI）和补充性保障收入（Supplemental Security Income, SSI）。资金来自雇员及其雇主缴纳的工资税，由美国政府和联邦储备委员会合作管理，根据美国社会保障

局预测，2020 年规模为 2.9 万亿美元，在养老金体系中占比仅 8.23%，占 GDP 比重为 13.89%。

(2) **第二支柱为雇主养老金计划**，主要包括私营部门和政府雇主发起的养老金计划，分为确定收益型 (DB) 和确定缴费型 (DC)，其中 401(k) 计划是 DC 计划的主要形式。截至 2020 年，美国第二支柱规模为 20.13 万亿美元，在养老金体系中占比为 57.12%，是美国养老金最主要来源，占 GDP 比重高达 96.36%。

(3) **第三支柱为个人退休储蓄账户 (Individual Retirement Account, IRA)**，是美国于 1974 年根据《职工退休收入保障法》设立，享受税收递延优惠，包含传统型 (traditional IRAs)、罗斯型 (Roth IRAs) 以及雇主发起型 (Employer-sponsored) 三种，其中雇主发起型进一步分为 SEP 型、SAR-SEP 型、简单型共三个计划类型。截至 2020 年，IRA 规模为 12.21 万亿美元，在养老金体系中占比为 34.64%，占 GDP 比重为 58.44%。

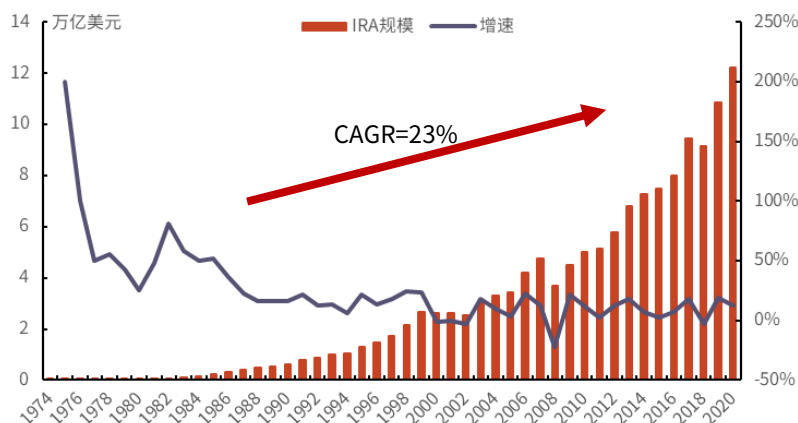
相比美国，我国养老金第三支柱目前规模及占比极低，未来发展空间极大：

(1) **截至 2020 年年底，我国养老金第三支柱规模仅 4.3 亿元。**美国养老金第三支柱 (IRA) 规模整体呈上行趋势，且增长速度较为稳定，2020 年达到 12.21 万亿美元，较 2019 年同比增长 12.53%，1997-2020 年复合增长率为 8.87%。而我国养老金第三支柱尚处于起步阶段，个税递延养老保险自 2018 年刚刚开始试点，截至 2020 年年底保费收入仅人民币 4.3 亿元。

(2) **我国养老金第三支柱在养老金体系中占比几乎为 0。**截至 2020 年，我国养老金体系主要依赖第一支柱，其占总规模比重达 70.02%，而第三支柱占比仅 0.004%，与美国 34.64% 的占比相比，相差甚远。

(3) **我国养老金总规模占 GDP 比重也仅为 11.56%，第三支柱占 GDP 比重更是微乎其微。**截至 2020 年，美国养老金总规模占 GDP 比重达 168.69%，其中第三支柱占 GDP 比重为 58.44%，而我国养老金总规模占 GDP 比重仅 11.62%，其中规模最大的第一支柱占 GDP 比重也仅为 8.14%，第三支柱占 GDP 比重微乎其微 (0.0004%)。

图 7：美国 IRA 规模稳定增加



资料来源：ICI，光大证券研究所，2019 和 2020 数据为 ICI 官网预测值

表 3：2020 年美国与中国养老金三支柱对比（单位：万亿美元）

	名称	第一支柱	第二支柱	第三支柱	合计
美国	规模	2.90	20.13	12.21	35.24
	占三支柱总规模比重	8.23%	57.12%	34.64%	100.00%
	占 GDP 比重 (%)	13.89%	96.36%	58.44%	168.69%
中国	规模	1.27	0.54	0.00	1.81
	占三支柱总规模比重	70.02%	29.98%	0.00%	100.00%
	占 GDP 比重 (%)	8.14%	3.48%	0.00%	11.62%

资料来源：ICI，人社部，全国社保基金理事会，《中国金融稳定报告（2021）》，wind，光大证券研究所，美国第一支柱为美国社会保障局预测值，第二支柱中未考虑包括在退休计划和 IRA 之外持有的所有固定和可变年金，第三支柱指 IRA，中国第二支柱数据中职业年金为人社部公布的 2020 年末职业年金投资规模，社保规模剔除个人账户基金和地方委托资金，汇率按 1 美元=6.5249 人民币换算。

2、我国养老金第三支柱未来发展空间广阔

2.1、政策利好下，发展第三支柱成为迫切之需

自十八大以来，政府高度重视养老保险第三支柱的发展。在第一支柱已基本完成广覆盖，第二支柱规模上升空间有限的背景下，我国开始重点发展第三支柱。十八大报告提出：“改革和完善企业和机关事业单位社会保险制度，整合城乡居民基本养老保险和基本医疗保险制度，逐步做实养老保险个人账户，实现基础养老金全国统筹，建立兼顾各类人员的社会保障待遇确定机制和正常调整机制。”其中，“做实养老保险个人账户”是对如何建设第三支柱的初步指引。之后多重政策陆续出台，不断强调规范发展第三支柱养老保险。

第三支柱的建设方向逐渐明确。从设立第三支柱养老金试点，到扩展第三支柱养老金产品的范围，多种支持性政策陆续出台，从养老金体系的顶层设计、养老金产品类型及创新、养老金经营主体建设等多方面作出指导，为规范发展第三支柱及完善我国个人养老金保障体系提供政策支持。

其中，2021 年 9 月 3 日中国人民银行发布《中国金融稳定报告（2021）》，为规范发展第三支柱养老保险提出下一步发展建议，利好第三支柱发展：

(1) 应推动建立以账户制为基础的个人养老金制度，账户封闭运行，用于缴费、归集投资收益、缴纳个人所得税等，参与人可在账户存续期内自主选择投资符合规定的金融产品，个人养老金原则上应于退休后领取，设计必要的提前领取制度。

(2) 研究探索多种形式的激励政策，鼓励各类群体参与，引导长期积累。

(3) 满足不同群体需求，有序扩大第三支柱投资的产品范围，将符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品都纳入第三支柱投资范围。

(4) 允许银行、基金、保险等各类具备条件的金融机构发挥自身行业特点，为第三支柱提供合适的养老金融产品。同时，稳步推进商业养老金融改革发展，一方面，抓现有业务规范，正本清源，统一养老金融产品标准，清理名不符实的产品；另一方面，开展业务创新试点，发展真正具备养老功能的专业养老产品。

中保协预计未来 5-10 年中国将有 8-10 万亿养老金缺口。2020 年 11 月 20 日，中国保险行业协会发布《中国养老金第三支柱研究报告》，报告预测，未来 5-10 年时间，中国预计会有 8-10 万亿的养老金缺口，而且这个缺口会随着时间的推移进一步扩大。如果以十年发展到十万亿资产的愿景来进行规划，该报告对第三支柱未来改革规划了“三步走”战略，并基于美英德等国家的比较和对标，认为我国第三支柱未来有望成为一个重要的养老支柱。

表 4：近年来政策不断强调养老保险加快发展第三支柱

时间	会议及规定	重点内容
2021年9月10日	《关于开展养老理财产品试点的通知》	银保监会结合国家养老或金融领域改革试点区域，选择“四地四家机构”开展养老理财产品试点。同时，坚持正本清源，持续清理名不符实的“养老”字样理财产品，维护养老金融市场良好秩序。
2021年9月3日	央行：《中国金融稳定报告（2021）》	提出规范发展第三支柱养老保险的建议：下一步，（1）应推动建立以账户制为基础的个人养老金制度，账户封闭运行，用于缴费、归集投资收益、缴纳个人所得税等，参与者可在账户存续期内自主选择投资符合规定的金融产品，个人养老金原则上应于退休后领取，设计必要的提前领取制度。（2）研究探索多种形式的激励政策，鼓励各类群体参与。（3）满足不同群体需求，有序扩大第三支柱投资的产品范围，将符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品都纳入第三支柱投资范围。
2021年5月15日	《关于开展专属商业养老保险试点的通知》	专属商业养老保险是第三支柱养老保险的组成部分，自2021年6月1日起，由6家人身险公司在浙江省（含宁波市）和重庆市开展专属商业养老保险试点，鼓励试点保险公司创新开发投保简便、交费灵活、收益稳健的专属保险产品，积极探索满足新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员养老需求。
2021年3月5日	2021年政府工作报告	着重强调发挥养老保险第三支柱作用，首次明确提到“推进基本养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险。”
2020年12月16日	中央经济工作会议	规范发展第三支柱养老保险
2020年12月9日	国务院常务会议	部署促进人身保险提质稳健发展的措施，提及“按照统一规范要求，将商业养老保险纳入养老保障第三支柱加快建设”。
2020年11月20日	中国保险行业协会：《中国养老金第三支柱研究报告》	报告预测，未来5-10年时间，中国预计会有8-10万亿美元的养老金缺口，而且这个缺口会随着时间的推移进一步扩大。
2020年11月6日	银保监会国务院政策例行吹风会	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，加快第三支柱改革发展，有利于完善我国多层次的养老保险体系，增强养老保障，满足人民群众多样化的养老需求。
2020年10月21日	2020年金融街论坛	提出养老金融改革“两条腿走路”总方针，正本清源统一养老金融产品标准的同时开展业务创新，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、商业养老金等。
2020年1月13日	国务院新闻办新闻发布会	加快养老保障“第三支柱”改革的顶层设计，把“第三支柱”的发展作为国家重点战略，纳入到“十四五”规划之中。加大对第三支柱特别是个人养老金的一些宣传，建立个人养老金制度。
2019年6月11日	人力资源社会保障部	拟考虑采取账户制，并建立统一的信息管理服务平台，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。
2019年4月	《关于推进养老服务发展的意见》	支持银行、信托等金融机构开发养老型理财产品、信托产品等养老金融产品。
2018年4月12日	《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》	个人税收递延型商业养老保险是我国建立第三支柱的初期探索形式，并提出将根据试点情况，有序扩大参与的金融机构和产品范围，将公募基金等养老金融产品纳入投资范围。
2018年3月2日	《养老目标证券投资基金指引（试行）》	养老目标基金将成为养老金第三支柱的重要产品
2018年2月9日	人社部联合多部委会议	启动建立养老保险第三支柱工作，“第三支柱”指个人储蓄性养老保险和商业养老保险。
2017年7月4日	《关于加快发展商业养老保险的若干意见》	支持商业保险机构开展住房反向抵押养老保险业务，在房地产交易、登记、公证等机构设立绿色通道，降低收费标准，简化办事程序，提升服务效率。
2016年3月23日	《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》	支持包括信托公司在内的金融机构创新业务模式，支持养老服务业加快发展，信托公司可以开发“附带养老保障的信托产品”。

资料来源：国务院，银保监会，光大证券研究所整理

表 5：我国养老金第三支柱未来改革规划

改革阶段	改革时间	改革内容
第一阶段	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。
第二阶段	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的民众群体。
第三阶段	2028-2030年	实现养老金市场的“全面腾飞”，使养老金成为民众标配和默认习惯。

资料来源：中国保险行业协会《中国养老金第三支柱研究报告》，光大证券研究所

2.2、第三支柱长短期规模增长空间广阔

2.2.1、长期来看，第三支柱规模有望达到 18-35 万亿元

我们根据美国养老金三支柱结构的经验，以及美国和日本居民金融资产配置比例的经验，通过两种情景模拟假设，进行相应的长期养老金规模测算。

情景一：对标美国养老金三支柱结构，我国第三支柱规模长期有望达到 34.78 万亿元。

我们假设：

(1) 我国养老金三支柱未来达到与美国相同比例（第一支柱占比 8.23%，第二支柱占比 57.12%，第三支柱占比 34.64%）；

(2) 以发展较稳定的 2020 年第一支柱规模为基准倒推总规模空间；

(3) 忽略时间价值等其他因素。

测算结果得到，第三支柱将有 34.78 万亿元的增长空间。

表 6：我国养老金第三支柱增长空间（按三支柱结构测算，单位：万亿元）

	2020 年规模	假设占比	总规模（以第一支柱占比测算）	规模（测算值）	差距
第一支柱	8.27	8.23%	100.41	8.27	0.00
第二支柱	3.54	57.12%		57.35	53.82
第三支柱	0.00	34.64%		34.78	34.78

资料来源：人社部，全国社保基金理事会，《中国金融稳定报告（2021）》，光大证券研究所测算，职业年金 2020 年数据为人社部公布的年末投资规模，社保规模剔除个人账户基金和地方委托资金。

情景二：我国居民若能加大金融资产配置于养老金资产的比例，第三支柱规模可达 18.12 万亿元。

在 2020 年 10 月金融街论坛中，银保监会主席郭树清提到，当前中国居民金融资产总资产已达到 160 万亿元，其中 90 多万亿元为银行存款，而且绝大多数低于一年期限，可转换为养老财富资源的金融资产规模可观。若按照中国社会科学院的口径，2019 年我国居民金融资产配置于保险准备金的比例仅 3.99%。而根据董登新教授在《中国养老金发展报告 2020》发布会上披露，2020 年在美国家庭金融资产中，私人养老金所占的比重已达 34%，且该比重还在上升；根据日本内閣府数据，2019 年日本居民金融资产配置中，有 28.1% 配置于保险、养老金和标准化担保，比例均远超我国。

我们假设：

(1) 中国居民金融资产为 160 万亿元（根据 2020 年数据进行静态测算）；

(2) 我国居民金融资产配置于养老金资产的比例未来可达到 30%；

(3) 二三支柱比例达到美国水平；

(4) 忽略时间价值等其他因素。

测算结果得到，我国第三支柱将有 18.12 万亿元的增长空间。

表 7：我国养老金第三支柱增长空间（按居民配置结构测算，单位：万亿元）

	2020 年规模	假设占比	二三支柱规模空间（测算值）	规模（测算值）	差距
第二支柱	3.54	62.25%	160*30%=48	29.88	26.34
第三支柱	0.00	37.75%		18.12	18.12

资料来源：人社部，全国社保基金理事会，《中国金融稳定报告（2021）》，光大证券研究所测算，职业年金 2020 年数据为人社部公布的年末投资规模，社保规模剔除个人账户基金和地方委托资金。

由此可见，对标海外成熟市场，我国未来若能提升第三支柱在养老金体系中的占比，或随着居民养老意识的不断提升，不断加大金融资产投资于养老金市场的比例，则长期来看，第三支柱规模有望达到 18-35 万亿元，未来发展空间广阔。

2.2.2、短期来看，第三支柱规模将有 1-10 万亿增长空间

我们根据我国第二和第三支柱的发展经验，以及我国税收递延养老保险目前的政策制度，通过两种方式共 4 种情景模拟假设，进行相应的短期养老金规模测算。（均忽略时间价值）。

1、按增长率：我国第三支柱短期突破万亿规模需要保持高速增长。由于第二支柱与第三支柱均通过税收优惠的方式鼓励参保主体自愿参保，其发展节奏适合作为参考，因此我们把第二支柱近 5 年（2016-2020）的平均增速 30.9% 作为假设

参考。同时再结合第三支柱自试点以来的自身增长速度，从以下悲观、中性、乐观三个情景对第三支柱未来 10 年（2021 年-2030 年）的发展空间进行测算。

情景一（悲观）：根据实际发展经验规律，由于 2020 年受疫情影响，线下展业受阻以及居民消费意愿低迷，第三支柱增速不及预期，随着未来疫情影响逐渐减弱，我们预计增速将有所恢复。因此，我们仍以 2019 年增速作为参考，假设第三支柱按照 2019 年自身增长速度逐年放缓至第二支柱 2016-2020 年的平均增速，即根据第三支柱 2019 年 250%的增长率，假设自 2021 年期起，平均每年增速下降 21.9 个百分点，直到 2030 年增速回落至 30.9%，则第三支柱规模可达到 1.2 万亿元。

情景二（中性）：假设第三支柱前三年能够继续保持 250%的高速增长速度，从 2024 年开始平均每年增速下降 31.3 个百分点，直到 2030 年增速回落至 30.9%，则第三支柱规模可达到 4.0 万亿元。

情景三（乐观）：假设第三支柱前五年能够继续保持 250%的高速增长速度，从 2026 年开始平均每年增速下降 43.8 个百分点，直到 2030 年增速回落至 30.9%，则第三支柱规模可达到 9.1 万亿元。

由测算结果显示，我国第三支柱规模若能尽可能地维持目前高速增长态势，则在短期内依然能实现万亿规模。由此可见，我国养老金第三支柱因目前发展刚起步、试点范围较窄、税收优惠力度小导致产品吸引力不足等原因，规模尚小，未来需长期保持高速增长方能实现万亿空间。

2、按税优限额：我国第三支柱 2030 年规模可达 3 万亿。根据银保监会发布的《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，目前税收递延保险的税收减免政策是，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 元孰低办法确定。

我们假设：

- (1) 所有纳税人都为了享受最高税收优惠而参与第三支柱；
- (2) 以最低每人 5000 元月收入进行极保守估计，则每人每月参与 300 元优惠，即缴纳 300 元保费；
- (3) 城镇就业人口按照近 5 年平均增速增长；
- (4) 根据财政部副部长在新闻发布会上披露，纳税人占城镇就业人员的比例为 15%，我们假设未来该比例保持不变；
- (5) 忽略时间价值等其他因素。

则根据每年可以新增的保费收入测算得到，未来 10 年第三支柱规模将达到 3 万亿。由此可见，未来若能加大税收优惠力度，将进一步促进第三支柱迅速发展。

表 8：我国养老金第三支柱增长空间（按增速/税优测算，单位：百亿元）

时间	按增长率						按税优限额	
	情景一（悲观）		情景二（中性）		情景三（乐观）			
	第三支柱规模	增长率	第三支柱规模	增长率	第三支柱规模	增长率	第三支柱规模	增长量
2019A	0.0	250.0%	0.0	250.0%	0.0	250.0%	0.0	0.0
2020A	0.0	75.5%	0.0	75.5%	0.0	75.5%	0.0	0.0
2021E	0.1	228.1%	0.2	250.0%	0.2	250.0%	25.7	25.7
2022E	0.4	206.2%	0.5	250.0%	0.5	250.0%	52.1	26.4
2023E	1.2	184.3%	1.8	250.0%	1.8	250.0%	79.2	27.1
2024E	3.2	162.4%	5.9	218.7%	6.5	250.0%	107.1	27.9
2025E	7.7	140.5%	16.9	187.4%	22.6	250.0%	135.7	28.6
2026E	16.9	118.6%	43.3	156.1%	69.2	206.2%	165.1	29.4
2027E	33.3	96.7%	97.2	124.8%	181.4	162.4%	195.3	30.2
2028E	58.2	74.8%	188.2	93.5%	396.6	118.6%	226.3	31.0
2029E	89.0	52.8%	305.3	62.2%	693.0	74.8%	258.2	31.9
2030E	116.5	30.9%	399.8	30.9%	907.4	30.9%	291.0	32.8

资料来源：银保监会，《中国金融稳定报告（2021）》，财政部，wind，光大证券研究所测算

2.3、二三支柱相互转化有望进一步促进第三支柱发展

美国 IRA 增量资金中 80%来自第二支柱。美国第二和第三支柱账户之间可以相互转化，例如雇主发起式 IRA 允许与 401 (k) 等税前扣除的合格养老金计划之间可转换，且不受次数限制。根据中国证券投资基金业协会研究报告显示，IRA 的增量资金主要有两个来源：一个是 401 (k) 等雇主养老金计划的结转资金，二是新增缴款，其中，结转资金占比超过 80%。

表 9：美国各类养老金账户结转规则

	转入账户					其他税前扣减的合格养老金账户
	Roth IRA	传统 IRA	SIMPLE IRA	SEP IRA		
转出账户						
Roth IRA	√	×	×	×	×	×
传统 IRA	√	√	√	√	√	√
SIMPLE IRA	√	√	√	√	√	√
SEP IRA	√	√	√	√	√	√
其他税前扣减的合格养老金账户	√	√	√	√	√	√

资料来源：Internal Revenue Service 官网，光大证券研究所，各类型 IRA 属于第三支柱，税前扣减的合格养老金账户包括利润共享计划、401 (k)、现金购买退休计划和 DB 计划，属于第二支柱。

打通二三支柱将有利于促进我国养老金体系均衡发展，同时实现第三支柱的规模增长。借鉴美国经验，二三支柱之间的灵活衔接可以促进第二支柱养老金向第三支柱结转，从而实现养老金体系均衡发展。我们预计养老保险第三支柱新政策即将出台，政策将推进我国养老保险二三支柱连通问题，利好第三支柱未来发展。

3、布局权益投资将增厚第三支柱投资收益

未来伴随规模的增长，若能优化资产配置，可在增厚投资收益的同时，进一步提高资金规模，最终实现相互促进。而我国第三支柱发展时间较短，在投资和资产配置上缺乏一定经验。一方面，海外养老金发达的国家目前已具备较为成熟的运作，我国第三支柱养老金投资可在我国养老金市场的实际运作情况基础上，适度参考国外的资产配置策略和投资运作模式（如美国和日本）。另一方面，我国社

保基金和企业年金基金同样是对基本养老保险的重要补充，运作时间相对较长，其投资模式可为我国第三支柱资金运用提供参考。

3.1、海外投资经验助力我国第三支柱优化资产配置

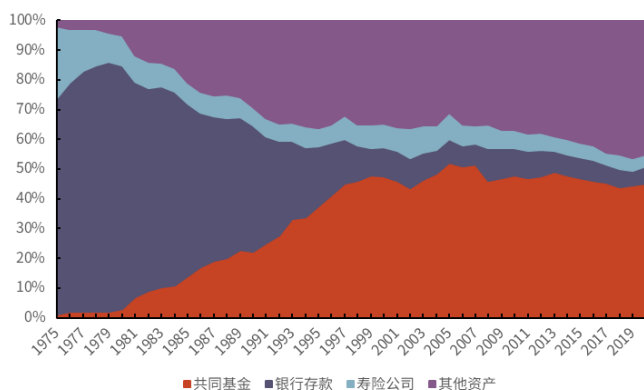
3.1.1、美国二三支柱养老金配置以共同基金为主

(1) 美国个人退休储蓄账户（IRA）主要投资于共同基金

IRA 投资于共同基金的占比逐年上升。从 IRA 的资产配置来看，共同基金在总资产中的占比逐年提升，由 1975 年的 1% 上升至 2020 年的 45%，与其他资产占比持平，在 IRA 资产配置中占主要地位；而银行存款占比大幅下降，由 1975 年的 72% 降至 2020 年的 6%；寿险公司的保险产品占比则相对稳定，2015 年以来维持在 4%-5%。

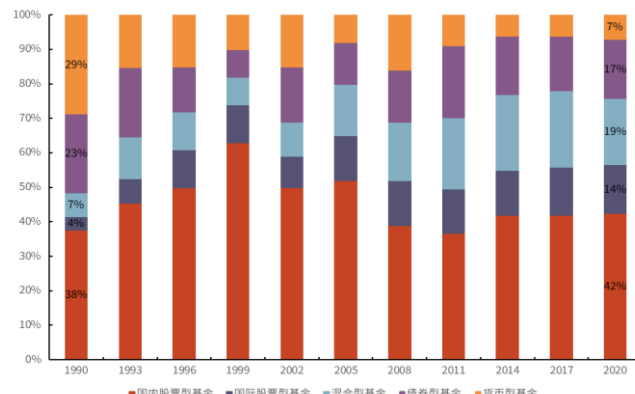
在投向共同基金的 IRA 资产中，股票型基金占比最高。截至 2020 年，投向共同基金的 IRA 资产中，美国国内和国际股票型基金合计达 3.06 万亿美元，占比合计为 56%，近年来保持较稳定水平；混合型基金占比有所上升，由 1990 年的 7% 提升至 2020 年的 19%，投资规模达到 1.06 万亿美元；债权型基金与货币型基金占比则均有下滑，分别由 1990 年的 23% 和 29% 下降至 2020 年的 17% 和 7%。

图 8：IRA 投资于共同基金的占比逐年上升



资料来源：ICI，光大证券研究所

图 9：投向共同基金的 IRA 资产中，股票型基金占比最高



资料来源：ICI，光大证券研究所

(2) 401 (k) 计划投资选择较为灵活

401 (k) 计划给予投资者较大的选择空间。在对雇员进行充分前期调查及设立 401(k) 计划后，雇主需要选择专业的账户受托人进行资金管理，受托人可根据雇员的风险偏好将不同特点的投资品组合成不同的投资方式，由雇员自主选择投资方案，给予投资者较大的选择空间。

401 (k) 计划投资选择范围广。401 (k) 计划提供投资选择的平均个数为 8-12 个，参加者能够选择所有的投资，包括股票、债券、共同基金及其他类型资产，而不必局限于少量的几种投资选择。

2007-2018 年期间，401(k) 计划的资产配置以共同基金为主，其中：

(1) 投资在股票基金上的比例最高，并稳定在 39%-48% 之间，成为 401(k) 最大的投资标的。

(2) 401 (k) 计划直接投资公司股票的比重正在不断下降，由 2007 年的 11% 下降至 2018 年的 5%。

(3) 401(k)计划资产配置中,平衡基金所占比重由2007年的15%提高至2018年的31%,提高至2倍。

表 10: 2007-2018 年 401 (k) 计划资产配置

结构	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
股票基金	48%	37%	41%	42%	39%	39%	44%	43%	43%	44%	40%	39%
公司股票	11%	10%	9%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	6%	4%	5%
平衡基金	15%	15%	17%	18%	21%	22%	23%	25%	26%	27%	30%	31%
债券基金	8%	12%	11%	12%	12%	12%	9%	8%	8%	8%	8%	8%
GICs 以及其他稳定价值基金	11%	15%	13%	10%	11%	10%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
货币基金	4%	7%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	2%	2%
其他	3%	4%	4%	6%	5%	6%	6%	7%	6%	6%	10%	9%

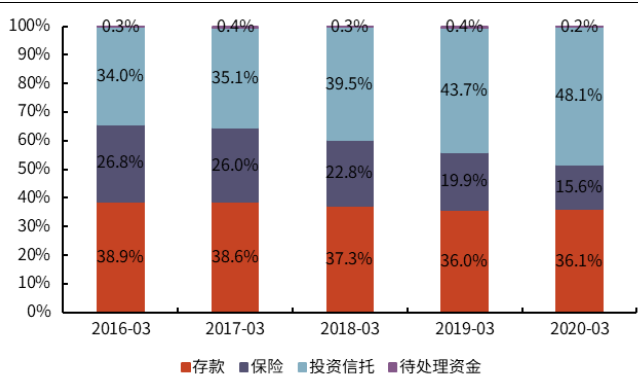
资料来源: ICI, 光大证券研究所

3.1.2、日本第三支柱偏好权益类投资

日本的第三支柱主要由个人型缴费确定养老金计划 (Individual-Type Defined Contribution, iDeCo) 和日本个人储蓄账户计划 (Nippon Individual Savings Account, NISA) 构成。

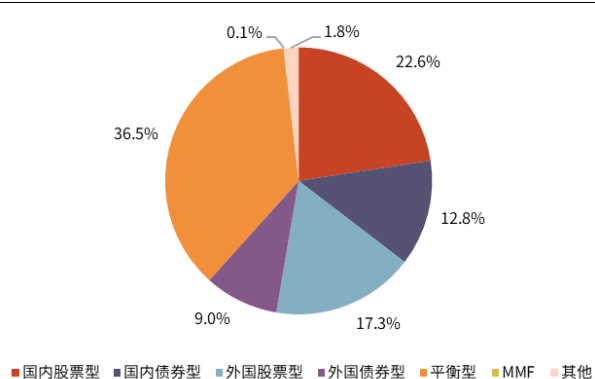
(1) iDeCo 计划主要投资于信托类资产。iDeCo 的资金主要投向储蓄类存款、保险(包含生命保险和损失保险)以及投资信托类资产。从占比来看,截至2020年3月末,其资产配置中信托类资产占比最高,达到48.1%,存款类和保险类的资产占比分别为36.1%和15.6%,待处理资金仅占0.2%。从趋势来看,iDeCo 资产配置于投资信托的比例呈逐年上升趋势,由2016年3月末的34.0%上升至2020年3月末的48.1%,存款类和待处理资金比例维持稳定水平,而保险类资产占比下滑明显,由2016年3月末的26.8%下降至2020年3月末的15.6%。在投向投资信托类的资产中,权益类占比最高。截至2020年3月末,权益类资产(国内股票型、外国股票型、平衡型及MMF)合计占总资产比重76.4%,而固收类合计占比仅为21.8%。

图 10: iDeCo 计划主要投资于信托类资产



资料来源: 日本国民年金基金联合会, 光大证券研究所

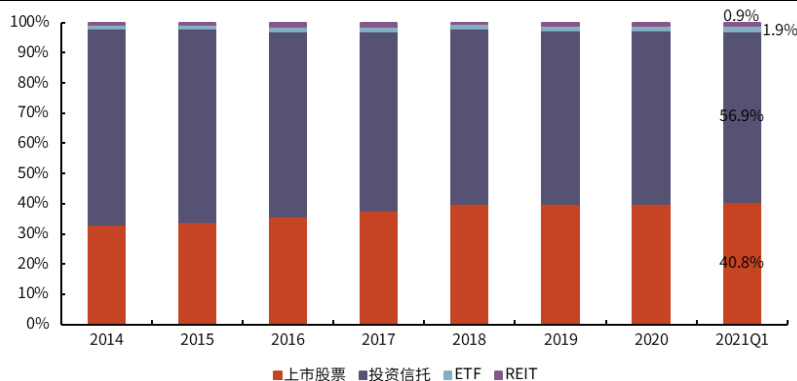
图 11: 2020 年 3 月末 iDeCo 信托类资产配置中权益类占比最高



资料来源: 日本国民年金基金联合会, 光大证券研究所

(2) NISA 计划主要投资于上市股票以及投资信托。从占比来看,截至2021年Q1,NISA 资产配置于上市股票和投资信托的比例分别为40.8%和56.9%,交易型开放式指数基金(ETF)以及房地产信托投资基金(REIT)的配置相对较少,分别仅占1.9%和0.9%。从趋势来看,NISA 资产配置于上市股票的比例呈逐年上升趋势,由2014年的33.0%上升至2021年Q1的40.8%,而配置于投资信托的比例逐年下降,由2014年的65.0%降低至2021Q1的56.9%,ETF与REIT则因基数较小,波动不大,分别维持在1.2%-1.9%和0.4%-1.3%左右。整体来看,NISA 更偏向于风险收益型。

图 12: NISA 主要投资于上市股票及投资信托

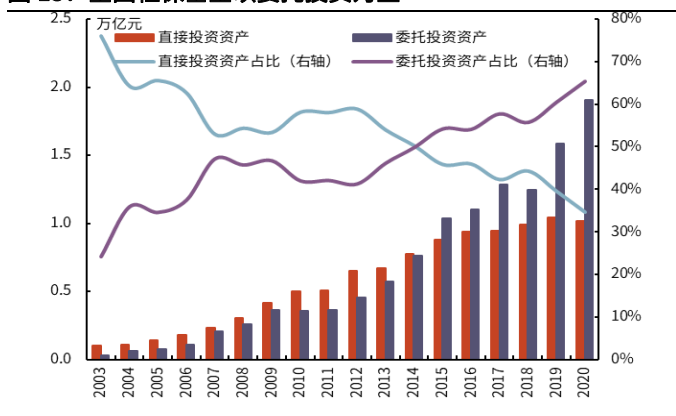


资料来源：日本金融厅，光大证券研究所

3.2、我国第一和第二支柱在权益市场取得良好收益

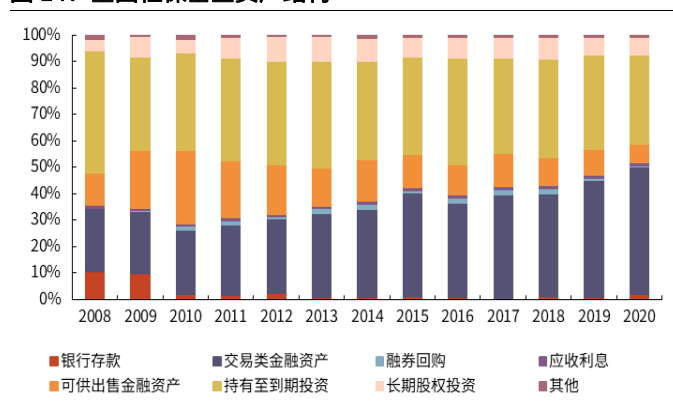
社保基金投资模式主要为委托投资，资产结构保持较为稳定状态。我国社保基金委托投资资产占比逐年上升，由 2003 年的 24.07% 上升至 2020 年的 65.28%，超过直接投资资产占比，成为最主要的投资模式，截至 2020 年委托投资资产总额为 1.91 万亿元，同比增长 20.19%。社保基金资产配置结构较为稳定，主要配置于交易性金融资产及持有至到期投资，2020 年占比分别为 48.32% 和 33.48%。

图 13: 全国社保基金以委托投资为主



资料来源：wind，光大证券研究所

图 14: 全国社保基金资产结构

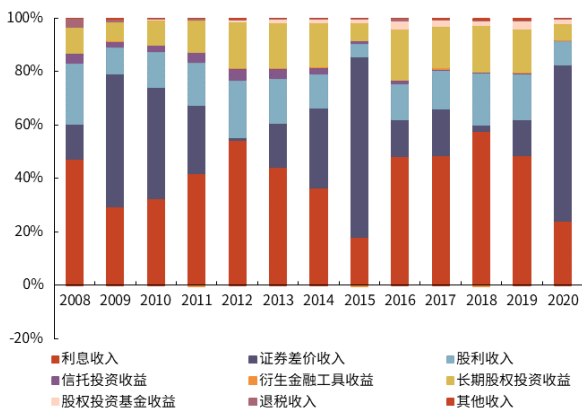


资料来源：wind，光大证券研究所

社保基金投资兼顾谨慎性与灵活性。2008-2020 年，社保基金年均投资收益率稳定在 7.8%-9.8% 之间，以利息收入为主，这主要由于社保基金投资的谨慎性与灵活性并重。一方面，投资限制总体偏谨慎，要求银行存款和国债占比高于 50%，保障其收益具有一定的安全性与稳定性；另一方面，社保基金的权益资产投资上限可达到投资组合委托投资资产净值的 40%，且允许境外资产配置。

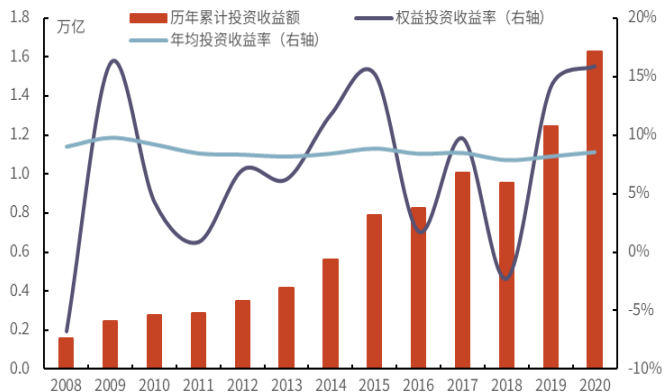
社保基金权益类投资收益率可观。从社保基金权益投资收益率来看，近年来波动虽较大，但 2008-2020 年权益投资收益率的均值为 7.19%，较为可观。其中，2009 年、2015 年、2019 年、2020 年权益投资收益率均远超年均投资收益率，分别达到 16.12%、15.19%、14.06%、15.84% 的较高水平，主要得益于证券差价收入的大幅提升，即 2009 年同比提升 487.99%，2015 年同比提升 451.28%，2019 年同比提升 678.61%，2020 年同比提升 783.09%。

图 15：全国社保基金收入结构



资料来源：全国社保基金理事会，光大证券研究所，交易类资产公允价值变动损益未计入

图 16：全国社保基金收益情况

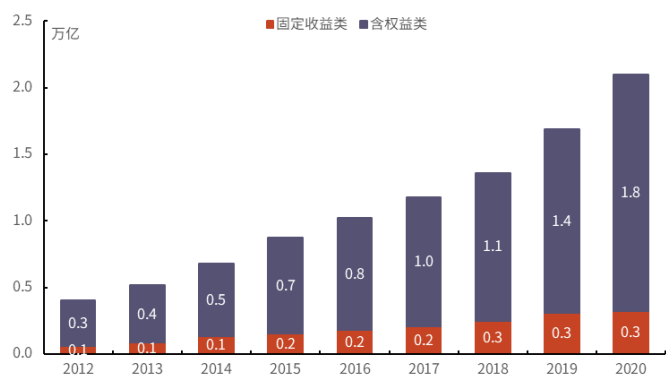


资料来源：wind，光大证券研究所

企业年金主要投资于含权益类资产，且其投资收益率更高。截至 2020 年，企业年金投资于含权益类资产的占比达 84.6%，占主要地位，其投资收益率虽波动较大，但整体而言明显高于固定收益类投资收益率，2012-2020 年固定收益类投资收益率均值为 5.3%，而含权益类达 6.7%。

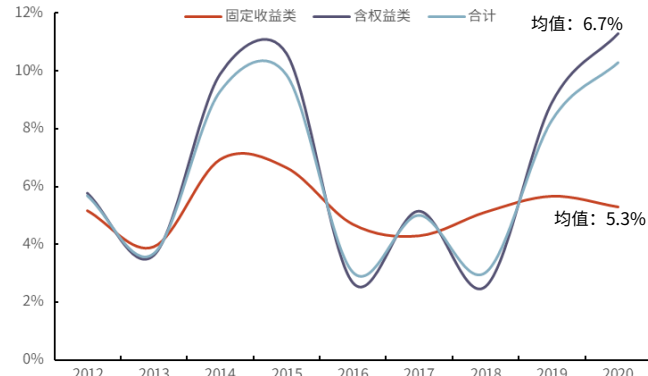
企业年金投资收益率不及社保基金，但跑赢通胀。2008 年以来，企业年金投资收益率（加权平均收益率）仅有 2 个年度为负收益，下行风险很小，2012 年-2020 年在 3%-11% 之间波动，且均跑赢通胀（2020 年跑赢通胀 7.8pct），取得了较好的成绩。但整体来看企业年金收益率不及社保基金，其中 2008-2020 年企业年金加权平均收益率的均值为 5.1%，而社保基金年均投资收益率的均值达 8.6%。

图 17：企业年金投资资产配置结构



资料来源：证券投资基金业协会，光大证券研究所，资产配置类型按是否含权益类投资标的分为固定收益类和含权益类，以期初合同或备忘录为准，明确约定不能投资权益类的组合为固定收益类，没有明确约定或期间发生类别变动的，都为含权益类。

图 18：企业年金投资收益率（当年加权平均收益率）



资料来源：证券投资基金业协会，wind，光大证券研究所，资产配置类型按是否含权益类投资标的分为固定收益类和含权益类，以期初合同或备忘录为准，明确约定不能投资权益类的组合为固定收益类，没有明确约定或期间发生类别变动的，都为含权益类。

表 11：企业年金投资收益率、社保基金投资收益率与通货膨胀率

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	均值
企业年金加权平均收益率	-1.8%	7.8%	3.4%	-0.8%	5.7%	3.7%	9.3%	9.9%	3.0%	5.0%	3.0%	8.3%	10.3%	5.1%
社保基金年均投资收益率	9.0%	9.8%	9.2%	8.4%	8.3%	8.1%	8.4%	8.8%	8.4%	8.4%	7.8%	8.1%	8.5%	8.6%
通货膨胀率	5.9%	-0.7%	3.3%	5.4%	2.6%	2.6%	2.0%	1.4%	2.0%	1.6%	2.1%	2.9%	2.5%	2.6%

资料来源：wind，证券投资基金业协会，光大证券研究所

3.3、第三支柱入市规模有望实现 4-16 万亿增长

3.3.1、加大权益市场投资可以提升第三支柱投资收益率

根据《中国养老金发展报告 2020》统计结果显示，股票资产的收益风险比在长期明显胜出，符合养老金提高收益率的需要。根据美国的股票、债券、国库券三类主要资产在不同期限下的投资收益率表现，在期限较短时，股票资产的最佳收益是最高的，最差收益也是最低的；但若为 10 年以上的持有期，股票资产的最佳和最差收益都是最高的。并且，随着持有期限增加，股票资产的最佳和最坏收益率差距明显缩小，即在风险明显缩小的同时仍旧保持较高的收益。尤其是在 30 年持有期下，股票的最差收益为正。由此可见，对于需要通过长期投资来拉长资产久期的保险资金而言，长期投资于股市具有较高的收益风险比。

同时，结合海内外经验，我国养老金未来可在兼顾稳健的前提下加大权益市场投资（例如进入股市）。由前文分析可知，美国与日本的养老金资产更倾向于权益类投资，而我国企业年金与社保基金也在投资于权益市场（尤其是股票市场）的过程中，实现了规模与收益的持续增长。但我国养老金在享受权益市场带来的更高收益的同时，较高的银行存款与国债占比也保证了其收益的稳健性。因此我国第三支柱养老产品在资产配置上参考海外经验的同时，也应结合社保基金投资策略，一方面利用固定收益类资产获取稳健收益，另一方面通过权益类投资（例如进入股市）提升收益水平。

3.3.2、险资投资范围逐渐放开，但我国养老金入市比例远低于国外

险资投资范围逐渐放开，权益投资比例上限提升。随着我国对保险资金运用的监管逐步完善，逐渐放开了对资金投资范围的限制以及提升其在权益市场的投资比例。2010 年《保险资金运用管理暂行办法》规定，投资于股票和股票型基金及未上市企业股权的账面余额，分别合计不高于本公司上季末总资产的 20%和 5%。2014 年投资比例限制开始放开，《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》规定投资权益类资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 30%，2020 年该比例再次提高至 45%。其中，在三支柱养老金投资限制方面：

(1) 第一支柱：根据 2001 年财政部发布的《全国社会保障基金投资管理暂行办法》，我国社保基金投资于股票的比例上限为 40%，而根据 2015 年国务院印发的《基本养老保险基金投资管理办法》，我国基本养老保险基金在股票等权益类产品的比例上限为 30%。

(2) 第二支柱：根据我国 2020 年发布的《人力资源社会保障部关于调整年金基金投资范围的通知》，要求年金基金投资权益类资产比例合计不得高于投资组合委托投资资产净值的 40%，与全国社保基金权益类投资比例持平。

(2) 第三支柱：按照 2018 年发布的《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》，税延养老保险资金投资股票比例应遵守保险资金运用的比例监管规定，即在符合相关偿付能力规定的前提下，不超过 45%。

表 12: 保险资金投资范围逐渐放开, 投资比例上限提升

方向	时间	政策	主要内容
范围 放宽	1999	《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》	允许保险公司通过购买证券投资基金等方式间接进入股票市场。同时, 第十一条明确规定“保险公司投资于单一证券投资基金的份额, 不得超过该基金份额的 10%”。
	2002	《保险法》2002 年修订	第 105 条规定“保险公司的资金不得用于设立证券经营机构, 不得用于设立保险业以外的企业。”删除了“不得用于向企业投资”的规定, 由此为进一步放开险资入市奠定法律基础。
	2004	《保险机构股票投资暂行办法》	允许保险机构投资者可以从事股票投资业务, 标志着保险资金被允许直接进入股票市场。
	2006	《关于保险业改革发展的若干意见》	第七条规定“在风险可控的前提下, 鼓励保险资金直接或间接投资资本市场, 逐步提高投资比例, 稳步扩大保险资金投资资产证券化产品的规模和品种, 开展保险资金投资不动产和创业投资企业试点。支持保险资金参股商业银行。支持保险资金境外投资。根据国民经济发展的需求, 不断拓宽保险资金运用的渠道和范围, 充分发挥保险资金长期性和稳定性的优势, 为国民经济建设提供资金支持。”为后面一系列保险新政的出台奠定了政策基础。
	2009	《保险法》2009 年修订	根据第 106 条规定“保险公司的资金运用必须稳健, 遵循安全性原则。保险公司的资金运用限于下列形式: 1) 银行存款; 2) 买卖债券、股票、证券投资基金份额等证券; 3) 投资不动产; 4) 国务院规定的其他资金运用形式。保险公司资金运用的具体管理办法, 由国务院保险监督管理机构依照前两款的规定制定。”, 新规删除了保险资金运用保值增值的要求; 增加了股票、证券投资基金份额、不动产等投资渠道, 删除了不允许保险资金用于设立证券机构及保险业外企业的规定。
	2014	《关于保险资金投资创业板上市公司股票等有关事项的通知》 《中国保监会关于保险资金投资优先股有关事项的通知》	第 1 条规定, 保险资金可以投资创业板上市公司股票。保险集团(控股)公司和保险公司直接投资创业板上市公司股票, 应当具备股票投资能力; 不具备股票投资能力的公司, 应当委托符合条件的专业管理机构进行投资。 第 2 条规定, “保险资金可以直接投资优先股, 也可以委托符合《保险资金委托投资管理暂行办法》规定条件的投资管理人投资优先股。保险机构投资优先股, 应当具备相应的投资管理能力。”
	2018	《保险资金运用管理办法》	《办法》第九条明确保险资金可以投资全国中小企业股份转让系统挂牌的公司股票, 以及以外币认购及交易股票。
投资 比例 上限 提升	2001	财政部发布《全国社会保障基金投资管理暂行办法》	划入社保基金的货币资产的投资, 按成本计算, 应符合: 证券投资基金、股票投资的比例不得高于 40%。
	2004	《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》	《办法》第 13 条规定, 保险机构投资者持有一家上市公司的股票不得达到该上市公司人民币普通股票的 30%。
	2010	《保险资金运用管理暂行办法》	《办法》第 16 条明确规定“投资于股票和股票型基金的账面余额, 合计不高于本公司上季末总资产的 20%; 投资于未上市企业股权的账面余额, 不高于本公司上季末总资产的 5%。”
	2014	《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》	《通知》规定: “投资权益类资产的账面余额, 合计不高于本公司上季末总资产的 30%”, 进一步放松限制。
	2015	国务院印发《基本养老保险基金投资管理办法》	合理确定基本养老保险基金在各类投资品种中的投资比例, 股票等权益类产品合计不得超过资产净值的 30%。
	2017	《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》	《通知》第 9 条规定, “除上市公司收购及投资上市商业银行另有规定情况, 保险机构投资单一股票的账面余额, 不得高于本公司上季末总资产的 5%”, 对投资单一股票的比例进行限制, 防范股票投资集中度风险和市场风险。
	2018	《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》	第一章第四条: “税延养老保险资金运用在投资范围和比例、投资能力、投资管理、风险管理等方面应当符合保险资金运用的监管规定, 本办法另有规定的除外。”, 即在符合相关偿付能力规定的前提下, 投资比例不超过 45%。
	2020	《人力资源社会保障部关于调整年金基金投资范围的通知》 《关于优化保险公司权益类资产配置监管的通知》	投资股票、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)等权益类资产的比例, 合计不得高于投资组合委托投资资产净值的 40%。其中, 投资港股通标的产品的比例, 不得高于投资组合委托投资资产净值的 20%; 投资单只股票专项型养老金产品的比例, 不得高于投资组合委托投资资产净值的 10%。 《通知》规定“设置差异化的权益类资产配置监管比例。根据保险公司偿付能力充足率、资产负债管理能力及风险状况等指标, 明确八档权益类资产配置比例, 最高可占上季末总资产的 45%”。

资料来源: 银保监会, 人社部, 光大证券研究所整理

按最大投资比例限额测算, 我国养老金入市比例仍远低于国外。根据《中国养老金发展报告 2020》的统计, 2019 年我国二三支柱在股市市值中的占比仅 1.4%, 而 2018 年全球平均水平为 21.5%, 远超我国。我们按基本养老保险 30%、社保基金 40%、第二支柱 40%、第三支柱 45% 的最高投资比例进行测算, 2020 年我国三支柱养老金持股规模最高可达 4.14 万亿元, 占我国 2020 年底境内上市公司总市值(79.72 万亿)比例也仅 5.2%, 远低于国外。**由此可见, 我国第三支柱未来入市规模提升空间巨大, 可在权益投资比例上限的约束下, 尽可能提高入市规模。**

表 13: 我国养老金三支柱持股规模空间(按最大投资比例限额测算, 单位: 万亿元)

	基本养老保险	社保基金	第二支柱	第三支柱	合计
2020 年规模	5.81	2.46	3.54	0.00	11.81
假设入市比例	30%	40%	40%	45%	/
持股规模	1.74	0.98	1.42	0.00	4.14

资料来源: 银保监会, 人社部, 全国社保基金理事会, 《中国金融稳定报告(2021)》, 光大证券研究所测算, 职业年金 2020 年数据为人社部公布的年末投资规模, 社保规模剔除个人账户基金和地方委托资金。

表 14：2018 年中国与五组国家第二和第三支柱养老金占资本市场平均水平（万亿美元；%）

国家组或国家		GDP 总量	养老金总资产	养老金总资产占 GDP	上市公司市值	养老金持有的股票资产	养老金在股市市值占比	养老金投资股票占全部投资的比例
全球 (68 国)	总计	61.0	43.84	-	51.3	11.0	-	-
	平均	0.90	0.64	34.5	1.5	0.2	21.5	23.3
OECD 国家 (36 国)	总计	52.6	42.53	-	43.9	10.8	-	-
	平均	1.5	1.2	49.7	1.9	0.3	24.5	24.7
GDP 七强 (G7)	总计	38.7	35.0	-	36.9	9.31	-	-
	平均	5.53	5.0	64.3	9.2	1.4	25.3	19.8
养老金七强 (P7)	总计	33.11	38.7	-	35.1	10.3	-	-
	平均	4.7	5.5	125.5	8.8	1.6	29.4	25.3
盎格鲁圈 (6 国)	总计	27.13	35.0	-	33.8	10.1	-	-
	平均	4.52	5.8	99.3	6.8	1.7	29.8	28.7
中国	总计	14.20	0.5	3.2	8.4	0.1	1.4	25.0

资料来源：《中国养老金发展报告 2020》，光大证券研究所，中国数据为 2019 年数据（此处养老金总资产口径与前文不同，包含养老目标基金，故结果稍有差异），汇率按 1 美元=6.9762 人民币换算，其他国家为 2018 年数据。

3.3.3、第三支柱短期最高可入市 4 万亿，长期最高可入市 16 万亿

我们根据前文养老金第三支柱长短期规模空间测算结果，以及我国权益投资比例上限，分为长期和短期模拟假设，进行相应的养老金长短期入市规模测算。

1、长期来看，我国养老金第三支柱入市规模有望实现 8.15-15.65 万亿。根据前文从养老金三支柱结构和居民金融资产配置比例两个角度测算得到我国养老金第三支柱长期有望实现 18.12-34.78 万亿的规模增长，以此作为模拟假设，进行相应的长期养老金入市规模空间测算。

我们假设：

- (1) 我国养老金第三支柱规模达到 18.12-34.78 万亿；
- (2) 投资于股市的比例为 45%；
- (3) 忽略时间价值等其他因素。

测算结果得到，养老金入市总规模长期将达到 8.15-15.65 万亿元。

2、短期来看，第三支柱入市规模 10 年内有望达 0.52-4.08 万亿。根据前文按增长率和税收优惠制度测算得到的我国养老金第三支柱短期规模增长空间及节奏，通过两种方式共 4 种情景模拟假设，进行相应的短期养老金入市规模空间测算。

我们假设：

- (1) 我国养老金第三支柱投资于股市的比例为 45%；
- (2) 忽略时间价值等其他因素。

测算结果得到，10 年内我国养老金第三支柱入市规模有望达到 0.52-4.08 万亿元。其中，3 年内（2021-2023）入市规模有望达到 55-3564 亿元；5 年内（2021-2025）入市规模有望达到 350-6105 亿元。

表 15：我国养老金第三支柱短期入市规模空间（单位：百亿元）

时间	按增长率			按税优限额
	情景一（悲观）	情景二（中性）	情景三（乐观）	
2021E	0.1	0.1	0.1	11.6
2022E	0.2	0.2	0.2	23.4
2023E	0.6	0.8	0.8	35.6
2024E	1.4	2.6	2.9	48.2
2025E	3.5	7.6	10.2	61.1
2026E	7.6	19.5	31.1	74.3
2027E	15.0	43.8	81.6	87.9
2028E	26.2	84.7	178.4	101.8
2029E	40.0	137.4	311.8	116.2
2030E	52.4	179.9	408.3	130.9

资料来源：银保监会，《中国金融稳定报告（2021）》，光大证券研究所测算

4、第三支柱发展可助力险企 EV 稳健增长

第三支柱发展将为保险行业带来新的增长点。我们根据前文养老金第三支柱长短期规模空间测算结果，分为长期和短期模拟假设，进行相应的对保险公司保费收入及新业务价值贡献测算。

1、长期来看，第三支柱发展可为险企贡献 0.7-1.4 万亿保费收入及 700-1300 亿 NBV。我们根据前文按美国养老金三支柱结构以及居民配置结构分别测算得到的我国第三支柱长期发展缺口，假设：

(1) 保险公司在第三支柱中所占比例为 4%。截至 2020 年，美国第三支柱（IRA）资产中配置于寿险公司的比例为 4%，因此我们假设未来我国第三支柱为保险公司贡献保费的比例同样为 4%；

(2) 新单占比 40%。根据《中国保险年鉴 2020》数据，2019 年我国人身险公司新单保费占人身险保费收入 40.81%，因此我们假设未来第三支柱规模中新单占比 40%；

(3) NBVM 为 24%。根据中国平安年报披露，其 2016 年和 2017 年长交储蓄型产品的 NBVM 分别为 31%和 37%，保守起见我们按照其均值的 70%作为第三支柱养老保险产品的 NBVM，即假设 NBVM 为 24%；

(4) 忽略时间价值等其他因素。

测算结果得到，（1）我国养老金第三支柱未来可为险企贡献 0.7-1.4 万亿保费收入，该保费收入水平相当于 2020 年全行业人身险公司寿险保费总收入的 29%-58%；（2）我国养老金第三支柱未来可为险企贡献 696-1336 亿 NBV，后值接近于 2020 年国内上市险企（平安+国寿+太保+人保+新华+友邦中国）的 NBV 总和（1478 亿元）。

表 16：我国养老金第三支柱 NBV 贡献空间（单位：亿元）

	第三支柱缺口	贡献保费	贡献新单	贡献 NBV
按三支柱结构测算	347,833	13,913	5,565	1,336
按居民配置结构测算	181,203	7,248	2,899	696

资料来源：人社部，全国社保基金理事会，《中国金融稳定报告（2021）》，光大证券研究所测算，职业年金 2020 年数据为人社部公布的年末投资规模，社保规模剔除个人账户基金和地方委托资金，在按居民配置结构测算情况下，因前文极其保守地假设居民金融资产保持不变，以及长期情况下第三支柱配置于保险公司的比例假设远低于短期，故测算结果略低于表 16 中情景三。

2、短期来看，第三支柱若高速发展仍可为险企贡献巨大价值。我们根据前文不同情景测算得到的我国第三支柱短期发展缺口，假设：

(1) 根据美国第三支柱 (IRA) 自建立以来前 10 年配置于寿险公司比例情况, 我们以相同比例对我国第三支柱短期保费贡献比例进行假设;

(2) 新单占比为 40%;

(3) NBVM 为 24%;

(4) 忽略时间价值等其他因素。

测算结果得到, 我国养老金第三支柱未来 10 年可为保险公司贡献 1000-7800 亿的保费收入, 以及 100-700 亿左右的 NBV。

表 17: 我国养老金第三支柱 NBV 贡献空间 (新增第三支柱规模为按增速测算结果, 单位: 亿元)

		2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	合计	
按增长率	情景一	新增第三支柱规模	10	29	80	199	453	919	1,637	2,489	3,075	2,752	11,643
		贡献保费	2	5	11	24	45	92	147	224	246	220	1,017
		贡献新单	1	2	4	10	18	37	59	90	98	88	407
		贡献 NBV	0	1	1	2	4	9	14	22	24	21	98
	情景二 (较乐观)	新增第三支柱规模	11	38	132	403	1,101	2,636	5,399	9,095	11,712	9,446	39,972
		贡献保费	3	7	18	48	110	264	486	819	937	756	3,447
		贡献新单	1	3	7	19	44	105	194	327	375	302	1,379
		贡献 NBV	0	1	2	5	11	25	47	79	90	73	331
	情景三 (乐观)	新增第三支柱规模	11	38	132	461	1,613	4,657	11,228	21,512	29,643	21,441	90,735
		贡献保费	3	7	18	55	161	466	1,011	1,936	2,371	1,715	7,743
		贡献新单	1	3	7	22	65	186	404	774	949	686	3,097
		贡献 NBV	0	1	2	5	15	45	97	186	228	165	743
按税优限额	新增第三支柱规模	2,567	2,638	2,710	2,785	2,862	2,940	3,021	3,104	3,190	3,277	29,095	
	贡献保费	616	475	379	334	286	294	272	279	255	262	3,454	
	贡献新单	246	190	152	134	114	118	109	112	102	105	1,381	
	贡献 NBV	59	46	36	32	27	28	26	27	24	25	332	
第三支柱规模配置于保险公司比例假设		24%	18%	14%	12%	10%	10%	9%	9%	8%	8%	/	

资料来源: 银保监会, 《中国金融稳定报告 (2021)》, 光大证券研究所测算

由此可见, 我国养老金第三支柱的发展未来有望为险企带来广阔的保费收入及 NBV 增长空间, 叠加投资端通过提高养老金入市比例增厚其投资收益, 将共同助力险企实现内含价值的稳健增长。

5、投资建议

1、根据我们从不同情景进行的假设, 测算得到未来我国养老金第三支柱长期有望实现 18-35 万亿规模增长, 短期若保持高速发展态势有望实现 1-10 万亿增长空间, 因此**第三支柱未来发展需要重视**。

2、结合海内外经验, 权益投资将增厚我国养老金第三支柱投资收益, 并且股票资产的收益风险比在长期明显胜出, 符合养老金提高收益率的需要。根据我们测算, 我国养老金第三支柱入市规模短期最高可达 4 万亿, 长期最高可达 16 万亿。因此**我国养老金第三支柱未来应重视在资本市场的投资**。

3、**养老金第三支柱发展将为保险行业带来新的增长点**, 根据我们测算, 第三支柱发展长期可为险企贡献 0.7-1.4 万亿保费收入及 700-1300 亿 NBV, 短期可贡献 1000-7800 亿的保费收入及 100-700 亿 NBV。

因此, 面对养老产业的广阔发展空间以及其能为保险公司带来的巨额潜在增长点, **建议关注多线布局养老产业、内含价值相对稳健、股息率较高、未来有望实现估值修复的大型保险公司中国平安、中国太保**。

6、风险提示

(1) 监管部门政策变动。一方面，监管部门对保险行业的从严监管或其他政策变动将影响行业竞争及长期发展格局，政策红利不及预期将影响整体行业的改革转型节奏；另一方面，养老金第三支柱新政策（如推进二三支柱账户相互转化以及提高个税递延养老保险产品的税收优惠力度）推进不及预期，将影响第三支柱养老保险产品销售。

(2) 疫情大范围内反复。疫情短期内出现区域性反复，控制不力或将导致大面积反复，影响代理人展业活动，对第三支柱增长不利。

(3) 利率下行超预期。在货币政策宽松的预期下，市场利率下行加剧，影响保险资金投资端新增资产净投资收益，从而对税前利润及 ROE 产生不利影响。

(4) 养老产业布局不及预期。养老产业的相关布局可能会带来公司发展方向、盈利模式的变化，存在经营风险。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE