

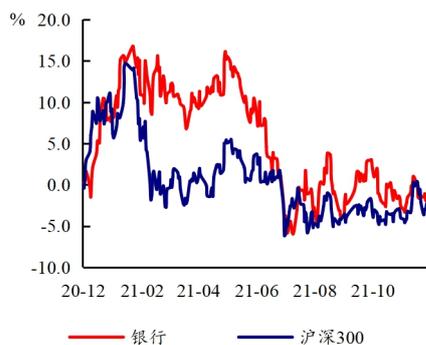


评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名	王刚
资格证书	S1710521010003
电子邮箱	wangg@easec.com.cn
联系人	张晓辉
电子邮箱	zhangxh@easec.com.cn

股价走势



相关研究

《监管优化开户流程，切实解决小微“开户难”》 2021.12.26

《理财产品数据周度跟踪_广银理财开业在即_20211227》 2021.12.26

《降息落地，影响几何？》 2021.12.21

《“总量稳，结构进”，银行信贷有望量价齐升》 2021.12.20

《理财产品数据周度跟踪_理财产品流动性新规落地，设5个月过渡期_20211220》 2021.12.20

第三支柱政策加码，理财子助力银发经济

核心观点

“未富先老”问题凸显，三支柱养老金体系初步建立。2020年我国65岁以上人口总人数达到1.91亿，占总人口比例为13.5%，同比提升0.9pct，人口老龄化程度不断加深。我国2020年人口老龄化程度与美国2012年（13.56%）、韩国2016年（13.34%）、日本1994年（13.78%）水平相近。但2020年我国人均GDP仅1.05万美元，存在较大“未富先老”问题。目前我国已初步建立三支柱养老体系，其中第一支柱（基本养老金）、第二支柱（职业养老金）已经具备一定规模，第三支柱（个人养老金）仍在起步阶段。截至2020年末，我国社保基金、基本养老金、职业年金、企业年金规模合计为11.04万亿元。第一支柱占比52.60%，但近年来第一支柱养老金出现入不敷出趋势，其中城镇职工基本养老保险2020年收支出现6925亿元缺口。第二支柱养老金规模相对较小，覆盖率仍较低。2020年企业年金基金累计结存2.25万亿，覆盖率仅5.87%。

中长期我国或将面临巨大养老金缺口，第三支柱支持政策力度加码。人口老龄化程度不断深化背景下，中长期我国养老金或将面临巨大资金缺口。2021年10月24日，建信养老基金总裁曹伟在“2021全球财富管理论坛”上提到：根据社科院郑秉文教授团队的一个测算，城镇职工的养老金到2028年将出现缺口，从2028年到2050年大概累计缺口有100万亿。作为多层次养老体系中最具潜力的部分，政府层面不断出台政策支持养老金第三支柱发展。2021年3月，《“十四五”规划纲要》中强调要“发展多层次、多支柱养老保险体系，规范发展第三支柱养老保险”。2021年8月，银保监会发布《开展养老理财产品试点的通知》，发挥理财业务特点和优势，促进第三支柱养老金融产品丰富发展。

泛资管养老金融产品互为补充，养老理财投资门槛大为降低。目前我国第三支柱养老金产品主要参与机构有银行（养老储蓄/理财产品）、保险（养老商业保险）、公募基金（养老目标日期基金/养老目标风险基金）和信托（养老财产/消费信托）。从具体产品参数对比来看，养老理财具有以下优势：投资门槛低，1元起步，充分惠及更广泛的投资群体；运作方式公开透明；产品期限安排兼顾跨周期投资和流动性需求；控制回撤的同时拥有更高的收益率。

理财子公司成为第三支柱“新起之秀”，长期、稳健、普惠是三大产品特征。首批养老理财试点选定工银理财在武汉和成都、建信理财和招银理财在深圳、光大理财在青岛开展试点。“长期、稳健、普惠”为四家养老理财产品的共性特征，而投资性质、业绩比较基准、分红频率等方面具有细微差异。银行理财子背靠商业银行，具有广覆盖、高信用的天然优势，其稳健的投资风格也与养老金融发展更为匹配。首批养老理财试点产品销售火爆，若未来全面铺开，将成为银行理财市场的重要增量，并融入国家的民生大计，为第三支柱养老金的建设添砖加瓦。

投资建议

伴随我国人口老龄化程度加深，“未富先老”问题凸显，我国已经初步建立三支柱养老金体系，但第一支柱近年来入不敷出趋势明显，第二支柱规模尚小、覆盖率低，我国养老金缺口压力逐渐增大。第三支柱养老金支持政策加码，保险、银行、信托和基金在养老金融赛道均有布局，理财子凭借其母公司商业银行的广覆盖和高信用，以及其投资风格稳健、收益率较高的优势，未来或将成为养老金体系的重要力量。因此，我们建议关注理财子公司发展势头良好的上市银行。

风险提示 经济增速下行压力加大；银行理财监管政策超预期。

正文目录

1. “未富先老”问题凸显，三支柱养老金体系初建.....	3
1.1. 我国老龄化程度不断加深，“未富先老”问题突出.....	3
1.2. 第一支柱养老金入不敷出，第二支柱养老金覆盖率低.....	4
2. 我国或将面临养老金缺口，第三支柱支持政策加码.....	6
2.1. 中长期我国或将面临巨大养老金缺口.....	6
2.2. 政策加码支持第三支柱养老金发展.....	7
3. 各金融机构养老金融产品各有千秋.....	8
3.1. 银行+保险+信托+基金积极布局养老金融产品.....	8
3.2. 养老理财：投资门槛+运作方式+产品期限+预期收益占优势.....	9
4. 第三支柱新起之秀：理财子公司.....	10
4.1. 养老理财试点启动，“四地四机构”覆盖中东西部.....	10
4.2. 养老理财试点产品：长期、稳健、普惠.....	11
4.3. 广覆盖+高信赖+稳健投资，养老理财未来可期.....	12
5. 投资建议.....	13
6. 风险提示.....	13

图表目录

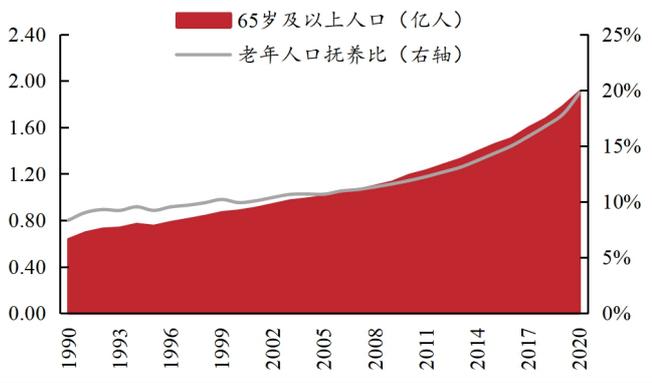
图表 1. 老年人口抚养比不断提升.....	3
图表 2. 我国人口老龄化程度不断加深.....	3
图表 3. 中美日韩各国人均 GDP（美元）.....	4
图表 4. 我国养老金三支柱体系（亿元）.....	5
图表 5. 第一支柱覆盖率高（亿人）.....	5
图表 6. 第一支柱城镇职工养老保险支出已超收入.....	5
图表 7. 企业年金基金规模高速增长.....	6
图表 8. 企业年金覆盖率仍然处于低位.....	6
图表 9. 我国养老资金缺口测算.....	7
图表 10. 2020 年以来养老金第三支柱相关政策整理.....	8
图表 11. 各金融机构养老金融产品布局及优劣势分析.....	9
图表 12. 各金融机构主要养老金融产品对比.....	10
图表 13. 试点养老理财产品的提前赎回条款.....	11
图表 14. 首批养老理财试点产品特征对比.....	11
图表 15. 养老服务金融参与情况.....	13

1. “未富先老”问题凸显，三支柱养老金体系初建

1.1. 我国老龄化程度不断加深，“未富先老”问题突出

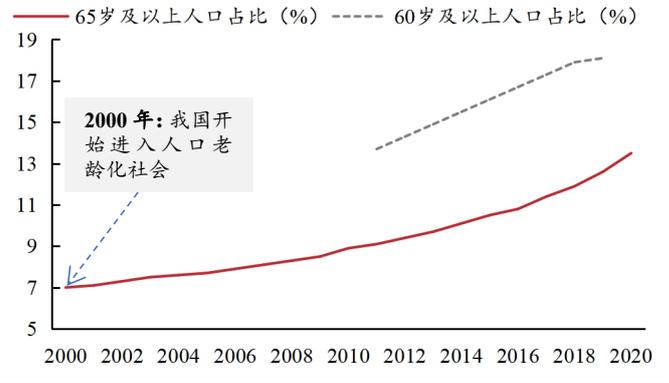
我国人口老龄化程度不断加深。按联合国标准，一个国家60岁以上人口数占总人口数的比例超过10%，或者65岁以上的人口数占总人口数的比例超过7%，意味着该国进入老龄化社会。事实上，早在2000年我国65岁及以上人口占总人口比例便首次达到7%，标志着我国正式进入人口老龄化社会，随后该比例不断上行，截至2020年末我国65岁以上人口总人数达到1.91亿，占总人口比例为13.50%，同比提升0.9pct，同时60岁及以上人口占比已超18%，可见我国老龄化程度逐年加深，直面并解决老龄化带来的一系列经济与社会问题已刻不容缓。

图表 1. 老年人口抚养比不断提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

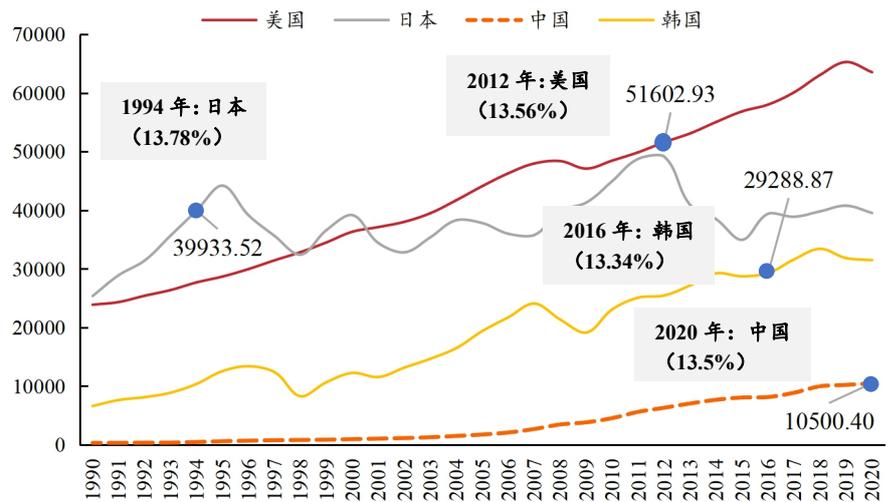
图表 2. 我国人口老龄化程度不断加深



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

我国老年人群的赡养压力凸显，“未富先老”问题突出。在我国“四二一”式家庭结构和精英化育儿观念下，老年人群的赡养压力凸显，截至2020年，我国老年人口抚养比（老龄人口与未成年人口之和÷劳动力人口）已经高达19.74%，较去年末提升1.94pct。此外，我国2020年65岁以上人口占比13.5%，老龄化程度与日本1994年（13.78%）、美国2012年（13.56%）、韩国2016年（13.34%）水平相近，但2020年我国人均GDP仅1.05万美元，远低于彼时日本（3.99万美元）、美国（5.16万美元）和韩国（2.93万美元）等国家处于相似老龄化水平时期的数值，可见我国目前存在较大的“未富先老”问题。

图表 3. 中美日韩各国人均 GDP (美元)

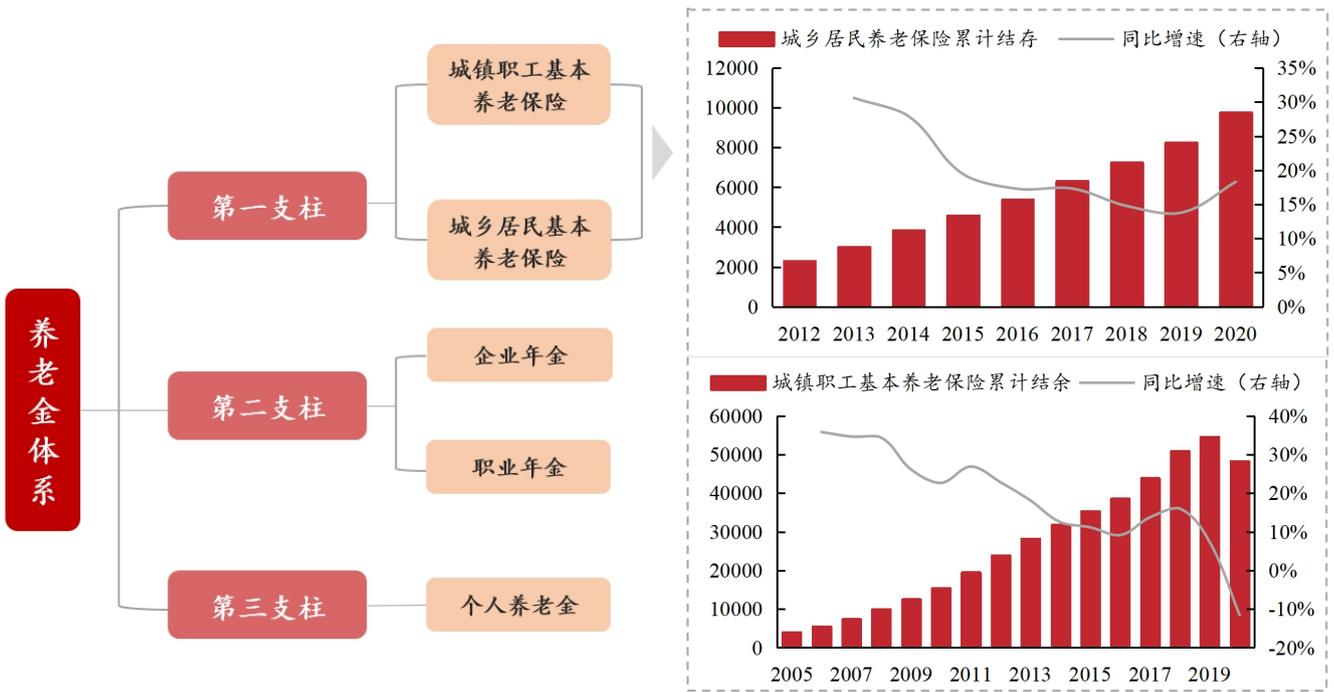


资料来源：世界银行，东亚前海证券研究所
注：灰底区域百分比数据为当年各国 65 岁以上人口占总人口比例

1.2. 第一支柱养老金入不敷出，第二支柱养老金覆盖率低

三支柱养老金体系初步建立，第一支柱养老金规模大、覆盖率高但近年来出现入不敷出趋势。目前我国已初步建立三支柱养老金体系，第一支柱是包括城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险在内的基本养老保险；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。其中第一、二支柱已经具备一定规模，第三支柱仍在起步阶段。根据《中国养老金融发展报告（2021）》，截至 2020 年末，我国社保基金、基本养老金、职业年金、企业年金规模合计为 11.04 万亿元。其中第一支柱为养老金的主力军，2020 年城镇职工基本养老保险累计结余和城乡居民养老保险累计结存分别为 48317 亿元和 9759 亿元，占我国养老金总规模比例为 52.60%；覆盖率层面，2020 年我国参与城乡居民养老保险人数和城镇基本养老保险人数分别为 5.42 亿人和 4.56 亿人，占总人口比例为 70.72%，较去年提升 2.1pct，具有较高的覆盖率。但近年来第一支柱养老保险支出占收入比例逐年增大，其中 2020 年城镇职工基本养老保险的支出与收入之比已达 116.61%，即收支出现了 6925 亿元的资金缺口，第一支柱“入不敷出”的现状可见一斑。

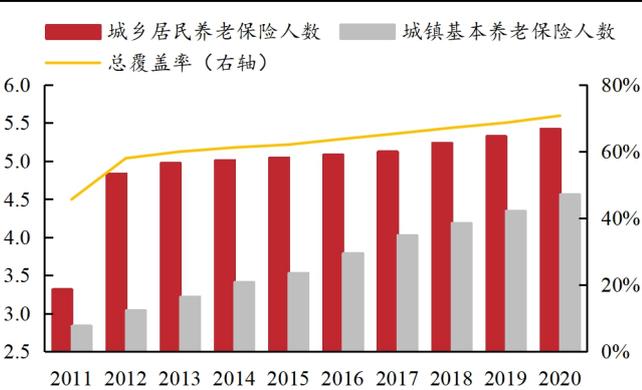
图表 4. 我国养老金三支柱体系 (亿元)



资料来源: Wind, 人社部, 东亚前海证券研究所

注: 城镇职工基本养老保险参保对象为各类企业、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; 城乡居民基本养老保险参保对象为非就业人员

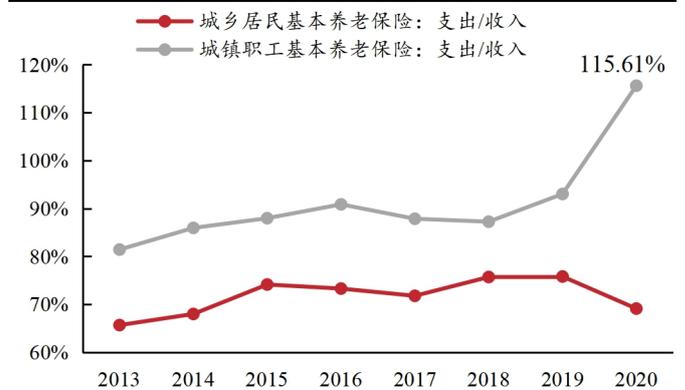
图表 5. 第一支柱覆盖率高 (亿人)



资料来源: Wind, 人社部, 东亚前海证券研究所

注: 覆盖率 = (城乡居民基本养老保险人数 + 城镇基本养老保险人数) / 总人数

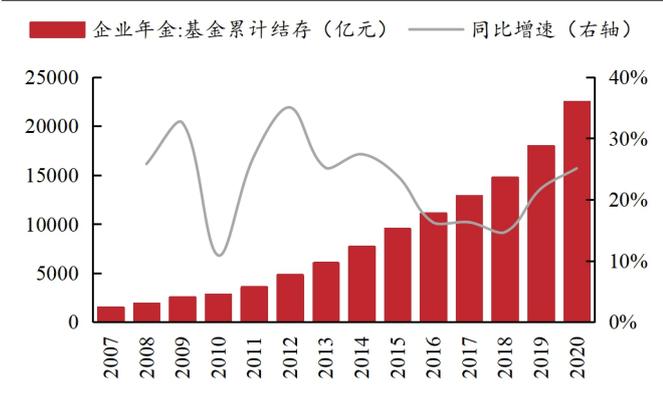
图表 6. 第一支柱城镇职工养老保险支出已超收入



资料来源: Wind, 人社部, 东亚前海证券研究所

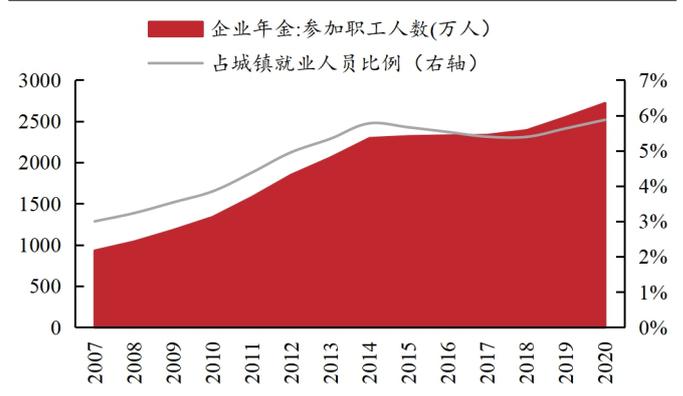
第二支柱养老金规模相对较小, 企业年金覆盖率低。第二支柱中企业年金规模快速扩张, 2020 年企业年金基金累计结存 2.25 万亿, 同比增长 25.09%; 职业年金 2020 年末投资规模为 1.29 万亿。但相较于第一支柱, 第二支柱规模依然较小, 整体覆盖率较低。截至 2020 年末, 企业年金覆盖员工数量为 2718 万人, 占城镇单位就业人员数量比重为 5.87%, 2007 年该比重为 3.00%, 可见企业年金覆盖率不仅远低于城镇职工基本养老保险, 而且经过十余年的发展依然处于较低水平, 企业年金的全面铺开仍需假以时日, 目前对第一支柱的补充作用也变得较为有限。

图表 7. 企业年金基金规模高速增长



资料来源: Wind, 人社部, 东亚前海证券研究所

图表 8. 企业年金覆盖率仍然处于低位



资料来源: Wind, 人社部, 东亚前海证券研究所

2. 我国或将面临养老金缺口，第三支柱支持政策加码

2.1. 中长期我国或将面临巨大养老金缺口

人口老龄化程度不断深化背景下，中长期我国养老金或将面临巨大资金缺口。2017年6月，世界经济论坛发布的一项研究报告显示，2015年中国隐性养老金缺口约11万亿美元，到2050年将达到119万亿美元。2019年中国社科院世界社保研究中心发布《中国养老金精算报告2019-2050》指出，全国城镇企业职工基本养老保险基金累计结余将于2027年达到峰值并在2035年耗尽。2020年11月，保险业协会发布《中国养老金第三支柱研究报告》，预测未来5~10年时间，中国将产生8~10万亿元的养老金缺口，而且缺口会随着时间的推移进一步扩大。2021年10月24日，建信养老金管理有限责任公司总裁曹伟在“2021全球财富管理论坛”上提到：根据社科院郑秉文教授团队的测算，城镇职工养老金到2028年将出现缺口，从2028年到2050年大概累计缺口有100万亿；如果按照4%的折现率折现，到2028年大约需要40万亿左右的资金支持，养老金缺口非常大。

图表 9. 我国养老资金缺口测算

时间	部门	相关报告	养老资金缺口
2019年4月	中国社科院世界 社保研究中心	《中国养老金精算 报告 2019-2050》	全国城镇企业职工基本养老保险基金累计结余将于 2027 年达到峰值并在 2035 年耗尽
2017年6月	-	2017 夏季达沃斯论 坛	2015 年中国隐性养老金缺口约为 11 万亿美元, 预计 2050 年养老金缺口可达 119 万亿美元, 年均增速约 7%
2020年11月	保险业协会	《中国养老金第三 支柱研究报告》	预测未来 5-10 年时间, 中国会有 8 万-10 万亿元的养老金缺口, 而且缺口会随着时间的推移进一步扩大
2021年10月	中国社科院	2021 全球财富管理 论坛	城镇职工的养老金到 2028 年将出现缺口, 从 2028 年到 2050 年大概累计缺口有 100 万亿。如按 4% 的折现率计算, 到 2028 年需要 40 万亿左右

资料来源: 中国社科院, 保险业协会, 东亚前海证券研究所

2.2. 政策加码支持第三支柱养老金发展

第三支柱养老金支持政策持续加码, 养老理财试点启动。长期来看我国养老金或将面临巨大资金缺口, 作为多层次养老体系中最具潜力的部分, 发展第三支柱养老金对提升国民养老保障能力至关重要。2020 年以来, 政府层面也不断出台政策鼓励第三支柱养老金发展, 2020 年 10 月, 中国银保监会主席郭树清在“2020 年金融街论坛”中提出要发挥金融优势, 大力发展第三支柱养老保障, 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。2021 年 3 月, 《“十四五”规划纲要》中也强调要“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”。2021 年 8 月, 银保监会发布《中国银保监会办公厅关于开展养老理财产品试点的通知》, 进一步发挥理财业务特点和优势, 促进第三支柱养老金融产品丰富发展。此外, 伴随“第三支柱”的政策设计逐步成熟, 结合首批养老理财产品试点的经验, 2021 年 12 月 17 日, 中央全面深化改革委员会第二十三次会议审议通过《关于推动个人养老金发展的意见》。

图表 10. 2020 年以来养老金第三支柱相关政策整理

时间	部门	政策文件/会议	具体内容
2020.10.21	银保监会、证监会	2020 年金融街论坛	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
2020.12.16	银保监会	银保监会国务院政策例行吹风会	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
2021.02.26	国务院	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
2021.03.11	国务院	《“十四五”规划纲要》	完善城镇职工基本养老金合理调整机制，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
2021.08.31	银保监会	《中国银保监会办公厅关于开展养老理财产品试点的通知》	自 2021 年 9 月 15 日起，工银理财有限责任公司在武汉市和成都市，建信理财有限责任公司和招银理财有限责任公司在深圳市，光大理财有限责任公司在青岛市开展养老理财产品试点。试点期限暂定一年。试点阶段，单家试点机构养老理财产品募集资金总规模限制在 100 亿元人民币以内
2021.12.17	中央全面深化改革委员会第二十三次会议	审议通过《关于推动个人养老金发展的意见》	发展多层次、多支柱养老保险体系，是积极应对人口老龄化、实现养老保险制度可持续发展的重要举措。要完善制度设计，合理划分国家、单位和个人的养老责任，为个人积累养老金提供制度保障

资料来源：国务院，银保监会，证监会，东亚前海证券研究所

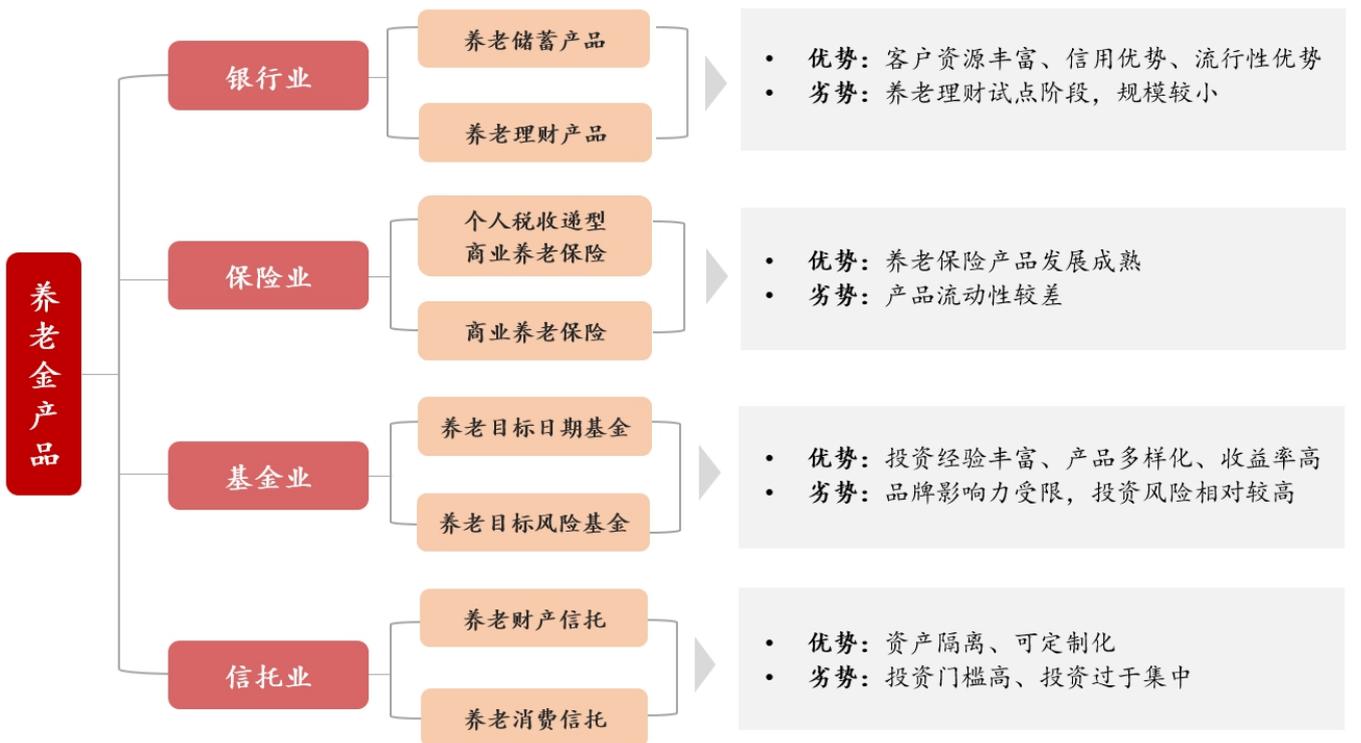
3. 各金融机构养老金融产品各有千秋

3.1. 银行+保险+信托+基金积极布局养老金融产品

目前我国第三支柱养老金产品主要参与机构有银行、保险、公募基金和信托，不同金融机构布局养老金融产品各有千秋。2019 年 6 月，人社部提出多类金融产品均可参与养老保险第三支柱，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。其中银行业主要提供养老储蓄产品和养老理财产品，凭借自身丰富的客户资源和高信用背书，在获客层面具有天然优势；但相对而言，银行理财投研能力较弱，在满足客户个性化、多样化的养老投资需求层面不占优势。公募基金参与养老金的主要形式有养老目标日期基金和养老目标风险基金，前者是指在目标日期（如投资者的退休日期）达到预定的风险收益目标，而后者是通过设置各类资产比例使资产组合的风险水平保持在某一预设的水平。公募基金投研体系成熟，其丰富的投资经验能为客户获取更大的投资回报，但受限于目前公募基金品牌影响力不足，且其投资风险相较于其他养老金融产品来说偏高。保险业提供的养老金融产品主要有个人税收递延型商业养老保险和其他商业养老保险，其他商业养老保险产品主要包括传

统养老保险、保险资管产品和养老保障产品以及住房反向抵押养老保险产品四种。保险公司具有险资管理的传统优势，投资风格偏稳健、保守，从而在控制风险方面有较好表现。但保险产品的劣势在于收益率较低、流动性较差、运作方式不透明。养老信托产品包括养老消费信托和养老财产信托，信托公司擅长于提供财产托管、养老保障等服务，但此类服务大多仅针对高净值客户，投资门槛不低，与其余机构的养老产品定位互为补充。随着我国老龄化程度不断加深，并即将进入“深度老龄化”（即65岁及以上人口占比超14%），养老金在资金端上面临的巨大缺口，亟需丰富的产品端加以对接，因此第三支柱金融产品可实现优势互补，为我国养老金体系开拓新的资金渠道贡献重要力量。

图表 11. 各金融机构养老金融产品布局及优劣势分析



资料来源：《中国养老金融发展报告（2021）》，东亚前海证券研究所

3.2. 养老理财：投资门槛+运作方式+产品期限+预期收益占优势

银行养老理财产品在投资门槛、运作方式、流动性安排以及业绩比较基准方面具有明显优势。对比个人税收递延商业养老保险、养老目标日期/风险基金、养老财产/消费信托产品来看，养老理财具有以下优势。（1）投资门槛低，1元起购，仅面向个人投资者，充分惠及更广泛的投资群体，保证其普惠性。（2）运作方式公开透明，相较于保险产品非公开的运作方式，养老理财产品采取公开透明的运作方式，同时首批试点理财产品要求更加透明的信息披露。（3）产品期限安排兼顾跨周期投资需求和流动性需求，养老客群对资金流动性要求相对较低，跨周期投资安排更匹配客群中长期

养老需求。养老理财封闭期设为 5 年，比如权益资产在短期内波动较大，但在中长期内可有效战胜通胀，因此长久期更能体现大类资产穿越周期的能力；但同时也设定了分红和提前赎回条款，以满足部分客户的流动性需要，为一直以来热衷于短期限产品的大众提供缓冲，增加产品灵活性。(4) 保证稳健安全的基础上拥有更高的投资收益率，养老理财试点产品业绩基准在 5%-8% 之间，高于保险产品收益率，相较于基金和信托产品又更为稳健安全。

图表 12. 各金融机构主要养老金融产品对比

	保险	银行	基金	信托
代表产品	个人税收递延型商业养老保险	养老理财产品	养老目标日期/风险基金	养老财产/消费信托
投资门槛	1000 元左右	1 元起购	10 元~1000 元	100 万
投资组合	混合型	以固定收益类资产为主	偏债混合型	根据客户需求定制，以中低风险配置为主
产品期限	终身持有	封闭期 5 年	1 年以上	终身或长期持有
投资收益率	低	中	高	高
运作方式	运作不公开	运作公开透明	运作公开透明	运作公开透明

资料来源：各产品公告，东亚前海证券研究所

4. 第三支柱新起之秀：理财子公司

4.1. 养老理财试点启动，“四地四机构”覆盖中东西部

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》，养老理财试行进一步助力“银发经济”。《通知》旨在深化银行业保险业改革，规范发展第三支柱养老保险，对养老理财试点工作做出统一安排，该通知自 2021 年 9 月 15 日起施行。这是继 2021 年 8 月，10 家理财子公司共出资 74.5 亿元共持有国民养老保险公司 66.82% 的股份之后的又一开创性事件，并延续了银行理财入局“银发经济”的思路，将成为理财公司在资管行业竞争格局下的一大差异化打法。

选择“四地四家机构”，覆盖中东西部，契合各机构发展战略。此次试点布局综合考虑地区分布与各行战略，选定工银理财在武汉和成都、建信理财和招银理财在深圳、光大理财在青岛开展试点，试点期限一年，单家试点养老理财产品募集资金总规模在 100 亿元以内。地区分布上，涵盖了中东西部主要城市，为日后养老理财产品在全国“多点开花”打下基础。机构选择上，由于工商银行在中西部地区具备网点优势，因此本次试点由工银理财率先在武汉、成都开展业务；其余三家机构的试点均与各自的注册地相吻合，即与各自的发展重心高度一致，有利于在产品发行、获客和投资者教育等方面发挥良好示范带动作用。

4.2. 养老理财试点产品：长期、稳健、普惠

“长期、稳健、普惠”为四地四家养老理财产品的共性特征。

(1) 长期：本次试点养老理财的最低持有期是5年，但针对大病和购房等特殊需求可开放流动性支持。因相较于其他理财产品具备更长的期限结构，试点养老理财可跨越周期、熨平波动，稳健安全的基础上可实现更高的投资收益率。

图表 13. 试点养老理财产品的提前赎回条款

产品名称	提前赎回条款
颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产品	不收取费用，罹患重大疾病可提前赎回
招睿颐养睿远稳健五年封闭1号固定收益类养老理财产品	罹患重大疾病或购房时可提前赎回，持有份额不满3年时收取赎回费0.1%，满3年后无赎回费
安享固收类养老理财产品2021年第1期	罹患重大疾病或购房时可提前赎回，因购房提前赎回需收取赎回费，赎回费根据持有期限从0.5%递减到0.1%，投资者年满60周岁时提前赎回费率为0
颐享阳光养老理财产品橙2026第1期	重大疾病或其他重大支出事项可提前赎回，提前赎回费率为2%

资料来源：各公司公告，东亚前海证券研究所

(2) 稳健：本次试点产品均为中低风险（除工银理财发布的“颐享安泰”外风险等级均为R2）；除光大理财为混合类产品外，其余三家均为固收类产品；除风险准备金、平滑基金、风险准备金的“三重风控策略”以外，各试点机构产品在投资策略上也具备差异化特征，比如结合固收+、动态的风险管理机制、全天候资产组合等策略，将回撤控制在合理范围内，并获得更高的投资回报。

图表 14. 首批养老理财试点产品特征对比

机构名称	产品系列	风险等级	产品期限 投资门槛	投资性质	费率和分红	产品策略	业绩比较基准	销售地区	购买渠道
建信理财	“安享”	R2	五年封闭式 1元起购， 上限300 万元	固收类	不收取超额管理费，运行一年后每月分红	国家战略和产业政策领域、ESG和绿色债券	5.8%-8.0%	深圳	建行网银、手机银行、智慧柜员机等（建行深分独家代销）
工银理财	“颐享安泰”	R3		固收类	各项费用均低于其他产品，成立满两年后可每年分红	符合国家战略和产业政策领域	5.0%-7.0%	武汉 成都	工商银行零售渠道，后续择机增加第三方代销等销售渠道
招银理财	“颐养睿远稳健”	R2		固收类	成立日后第6个月起根据投资情况按季度分红	固收+，目标风险，目标期限	5.8%-8.0%	深圳	招商银行网银、手机银行
光大理财	“颐享阳光橙”	R2		混合类	无认购费和销售服务费，0.1%管理费	战略性、战术性两条脉络	5.80%	青岛	青岛地区光大银行各网点

资料来源：各公司公告，东亚前海证券研究所

(3) 普惠：根据本次试点要求，养老理财的起点是1元，且仅面向个

人投资者；单一投资者在4家试点机构的投资额不能超过300万，以期养老理财能惠及更广泛的投资群体。此外养老理财要求实行更低费率、更加透明的信息披露等，切实体现“普惠”内涵，有助于后续全面铺开。

获“养老理财产品”专属名称，开启统一、规范发展的新起点。此次试点的首批养老理财产品名称中，均带有“养老理财产品”字样，且只有符合本次试点相关要求的产品才可以冠名，其他机构及产品则不允许使用该名称。名称上的显著差异，一方面有助于客户快速区分养老理财产品和一般理财产品，对投资者教育有所助益，另一方面也有利于对该类产品统一进行管理，或为后续纳入第三支柱个人账户做铺垫。

投资性质、业绩比较基准、分红频率等方面具有细微差异。投资性质层面，光大理财推出的“颐享阳光”为混合型产品，其他三款为固定收益型；业绩比较基准层面，建信理财、工银理财、招银理财和光大理财四款养老理财产品的业绩比较基准分别为5.8%-8.0%、5%-7%、5.8%-8.0%、5.8%，比较基准略有差异，但整体收益率水平平均高于大多R2-R3级别的固收或混合类银行理财产品。分红频率层面，试点养老理财产品分红频率略有差异，建信理财的安享固收类养老理财产品运行一年后每月分红，招银理财的“颐养睿远稳健”成立日后第6个月起，可根据投资情况按季度分红，工银理财的“颐享安泰”成立满两年后可每年分红。

4.3. 广覆盖+高信赖+稳健投资，养老理财未来可期

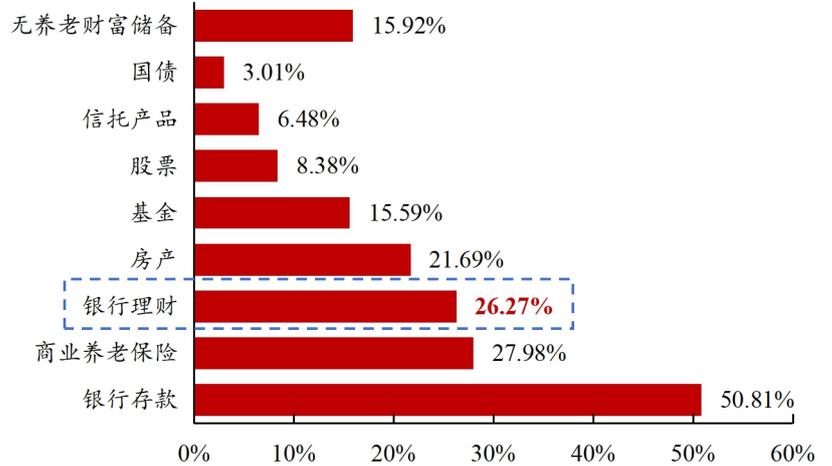
银行理财子背靠商业银行，具有广覆盖、高信赖的天然优势，其稳健的投资风格也与养老金融发展更为匹配，银行理财子或将成为第三支柱养老金建设的重要一环。根据《中国养老金融发展报告（2021）》调查结果显示，银行存款、商业养老保险和银行理财是最受欢迎的养老金融产品，超过五成（50.81%）的调查对象都通过银行存款为自己储备了一定量的养老财富，其次是商业养老保险（27.89%）和银行理财（26.27%）。在各类养老金融产品布局中，银行理财子在发展养老产品方面具有多方面的先天优势：

第一，理财子背靠的商业银行具有广覆盖和高信赖的天然优势，养老群体对于商业银行有较高信任，低风险偏好与银行理财的投资风格较为契合；依靠大量线下网点，银行在销售渠道和投资者教育等方面也具有一定优势；此外，商业银行庞大的存款基数也尚有向银行理财转化的广阔空间。

第二，资管新规后，银行理财子的投研能力、客户服务、风险管控等方面持续强化。在资金端，银行理财子背靠商业银行，依靠传统网点与客户基础，具有场景优势；在资产端，养老金长期、稳健和适度灵活的特性，银行理财能较好发挥在利率、固收方面的传统优势。银行理财投资风格偏稳健，较多布局于固收类与混合类，与养老资金的低风险偏好具有较高契合度。

第三，近年来商业银行躬身入局养老理财领域，积累了开展一些养老金融服务的经验。目前养老理财试点方兴未艾，规模尚小，但从首批产品的火爆销售情况来看，若未来全面铺开，将成为银行理财市场的重要增量，并融入国家的民生大计，为第三支柱养老金的建设添砖加瓦。

图表 15. 养老服务金融参与情况



资料来源：《中国养老金融发展报告（2021）》，东亚前海证券研究所

5. 投资建议

伴随我国人口老龄化程度不断加深，“未富先老”问题凸显，我国已经初步建立三支柱养老金体系，但第一支柱近年来入不敷出趋势明显，第二支柱规模尚小，覆盖率低。我国养老金缺口压力逐渐增大，监管层频繁出台政策支持养老金第三支柱发展。保险、银行、信托和公募基金在养老金融赛道均有布局，理财子凭借母公司商业银行广覆盖和高信赖优势，以及其投资风格稳健，收益率较高的优势，未来或将成为养老金体系的重要力量。因此，我们建议关注理财子公司发展势头良好的上市银行。

6. 风险提示

经济增速下行压力加大：经济增速下行趋势叠加个别企业风险暴露，相关理财产品的底层资产质量将受影响；若宏观经济低于市场预期，导致债券市场、股票市场波动，理财产品净值可能偏离业绩比较基准。

银行理财监管政策超预期：一方面可能影响资管产品更新速度，导致难以匹配传统客群的投资需求；另一方面，尚未获批成立理财子公司的银行，可能面临着理财产品存量规模受限、增量产品无法发行等风险。

特別聲明

《證券期貨投資者適當性管理辦法》、《證券經營機構投資者適當性管理實施指引（試行）》已于2017年7月1日起正式實施。根據上述規定，東亞前海證券評定此研報的風險等級為R3（中風險），因此通過公共平台推送的研報其適用的投資者類別僅限定為專業投資者及風險承受能力為C3、C4、C5的普通投資者。若您並非專業投資者及風險承受能力為C3、C4、C5的普通投資者，請取消閱讀，請勿收藏、接收或使用本研報中的任何信息。

因此受限於訪問權限的設置，若給您造成不便，煩請見諒！感謝您給予的理解與配合。

分析師聲明

負責準備本報告以及撰寫本報告的所有研究分析師或工作人員在此保證，本報告中關於任何發行商或證券所發表的觀點均如實反映分析師的個人觀點。負責準備本報告的分析師獲取報酬的評判因素包括研究的質量和準確性、客戶的反饋、競爭性因素以及東亞前海證券股份有限公司的整體收益。所有研究分析師或工作人員保證他們報酬的任何一部分不曾與，不與，也將不會與本報告中具體的推薦意見或觀點有直接或間接的聯繫。

分析師介紹

王剛，東亞前海證券研究所家電組組長。復旦大學經濟學碩士。2018年加入東亞前海證券，擅長基本面研究和行業趨勢跟蹤。

投資評級說明

東亞前海證券行業評級體系：推薦、中性、回避

推薦： 未來6—12個月，預計該行業指數表現強於同期市場基準指數。

中性： 未來6—12個月，預計該行業指數表現基本與同期市場基準指數持平。

回避： 未來6—12個月，預計該行業指數表現弱於同期市場基準指數。

市場基準指數為滬深300指數。

東亞前海證券公司評級體系：強烈推薦、推薦、中性、回避

強烈推薦： 未來6—12個月，預計該公司股價相對同期市場基準指數漲幅在20%以上。該評級由分析師給出。

推薦： 未來6—12個月，預計該公司股價相對同期市場基準指數漲幅介於5%—20%。該評級由分析師給出。

中性： 未來6—12個月，預計該公司股價相對同期市場基準指數變動幅度介於-5%—5%。該評級由分析師給出。

回避： 未來6—12個月，預計該公司股價相對同期市場基準指數跌幅在5%以上。該評級由分析師給出。

市場基準指數為滬深300指數。

分析、估值方法的局限性說明

本報告所包含的分析基於各種假設，不同假設可能導致分析結果出現重大不同。本報告採用的各種估值方法及模型均有其局限性，估值結果不保證所涉及證券能夠在該價格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>