

美国养老金是如何驱动共同基金市场繁荣的？

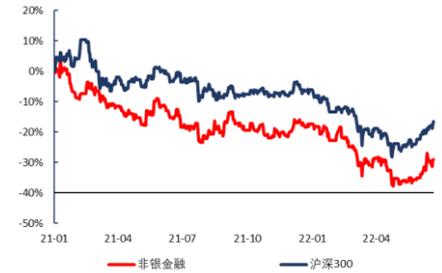
评级

推荐

报告作者

作者姓名 倪华
 资格证书 S1710522020001
 电子邮箱 nih835@easec.com.cn

相对指数



相关研究

《券商行情“三缺一”，政策或为引爆板块关键》2022.6.22
 《深耕无锡的精品券商，基金投顾的“小巨人”——国联证券(601456.SH)首次覆盖报告》2022.5.25
 《艰难困苦，玉汝于成——非银行业一季报简评》2022.5.5
 《东方财富一季报点评：经纪市占率持续提升，基金代销业务承压》2022.4.23
 《东亚前海非银周报：关注东方财富等成长型券商的投资机会》2022.4.18
 《乘财富管理东风，造金融平台航母——东方财富首次覆盖报告》2022.4.15
 《重资产业务夯实基础，轻资产业务驱动增长——证券行业研究框架》2022.03.18
 《东亚前海非银周报：券商配置时点已到，寿险负债端仍持续承压》2022.3.20
 《银保渠道补位个险，增额终身寿险或爆发——保险行业研究框架》2022.3.21

核心观点

1991年后美国养老金加速入市成为共同基金规模增长的关键。我们从经济、资本市场、政策等多维度梳理了美国共同基金的发展历程。从1991年起，养老金已成为美国共同基金净流入的重要来源。即使在互联网泡沫破裂及金融危机期间，养老金对共同基金依然保持净流入。2015年-2021年，共同基金中养老金（DC计划、IRAs）的比例始终维持在46%左右。养老金的入市一定程度上降低了共同基金份额波动，成为资本市场稳定器。

六大因素引导大规模的养老资金进入共同基金市场。第一，额度持续提升的税优政策增加了企业及个人的缴费意愿；第二，以企业年金为主的成熟的第二支柱，为整个美国养老金体系提供了庞大的资金来源；第三，养老体系通过归属于个人的账户制运行，使得投资者拥有资产管理权且能够直观看到投资收益，提高了居民的持有体验；第四，默认投资机制将目标基金作为默认投资资产，加强了养老资金向共同基金的流入；第五，市场上有多种日期目标基金以及多种风险目标基金，丰富的产品选择满足了客户多样化需求；第六，美国权益市场长牛使得共同基金在长时间维度下取得优异的投资收益率。

个人养老金入市政策开启公募基金行业新纪元，未来十年有望迎来15%以上复合增长。我国目前的养老体系高度依赖第一支柱，第二、三支柱规模及覆盖度都偏低。近期，账户制、个人养老金投资公募基金等第三支柱的顶层设计陆续出台，公募基金行业发展迎来新起点。**我国目前的公募基金行业与美国1991年相似**，美国养老金在1991年后加速入市，与权益市场的长牛共同推动公募基金规模增长：1990-2000年CAGR为20.6%。随着我国个人养老金、社保基金的入市，权益市场向好带来的财富效应以及后续一系列更完善的个人养老金政策出台，我们预计我国公募基金将有望进入新一轮的高速增长期。

个人养老金对券商板块影响较小，关注税优额度外的公募投资需求提升。我们测算：2030年，个人养老金入市有望为券商带来的营收增量为27.4亿元，与整体券商营收规模相比，影响较小。我们进一步测算了养老金入市在2030年对部分券商标的的影响，发现对公募销售能力强的天天基金、参股头部公募以及自身公募资管子公司竞争力强的东方证券的归母净利润贡献比例更高。个人养老金等长期资金进入资本市场，有望降低市场波动，提升用户持有基金体验，减少投资者申赎频次。此外，个人账户养老金理念的逐步深入，有望带动税优额度外的基金投资需求，进而带动公募基金规模在未来实现高增长。

相关标的

参股养老产品规模领先的汇添富且拥有丰富的封闭期公募产品运营经验的、养老金入市对业绩贡献弹性较大的**东方证券**；拥有大量零售客户，旗下天天基金非货基保有量位居行业前列的**东方财富**；控股广发基金、参股易方达，代销基金能力较为突出的**广发证券**；资源领先于同业、零售客户数量多、2022Q1非货基保有量在券商中最高**华泰证券**。

风险提示

个人养老金政策推进速度低于预期、个人养老金参与人数不及预期、个人养老金投资公募比例不及预期、中国经济压力增大。

正文目录

1. 投资聚焦	5
2. 美国共同基金发展历程	6
2.1. 萌芽期 (1940-1975): 资本市场政策逐渐完善	6
2.2. 成长期 (1976-1990): 净流入带动共同基金市场规模增长	7
2.3. 发展期 (1991-2008): 养老金加速入市	10
2.4. 成熟期 (2009-2021): 被动基金及 ETF 获市场热捧	15
3. 美国养老金为何能成为共同基金发展关键	22
3.1. 美国养老金体系	22
3.1.1. 第一支柱: 政府统筹, 投资严格管制	23
3.1.2. 第二支柱: 以 401 (k) 为代表的 DC 计划更受欢迎	24
3.1.3. 第三支柱: IRAs 本质上是免税的个人理财账户	25
3.2. 养老金发展四大因素: 税优、产品、灵活、投资	27
3.2.1. 范围广、额度高的税收优惠	27
3.2.2. 丰富的投资标的选择及 QDIA 机制	28
3.2.3. 良好的投资回报	34
3.2.4. 灵活的账户转换	35
3.3. 美国经验: 第二支柱发展和产品需求匹配是关键	36
4. 我国公募基金、养老金发展情况	37
4.1. 我国的公募市场进入快速发展期	37
4.2. 养老三支柱体系失衡, 第三支柱仍为萌芽	39
4.3. 公募基金发展迎来新起点	42
5. 个人养老金入市对券商及部分标的影响测算	44
5.1. 个人养老金入市对券商行业影响	44
5.2. 个人养老金入市对券商部分标的影响	45
6. 投资建议	48
7. 风险提示	49

图表目录

图表 1. 美国 GDP 及同比增速 (1940-1975)	6
图表 2. 美国共同基金规模及同比增速 (1940-1975)	6
图表 3. 1940-1975 年美国证券市场政策	6
图表 4. 美国共同基金规模及同比增速 (1975-1990)	7
图表 5. 美国共同基金净值增长结构 (1980-1990)	7
图表 6. 美国 GDP 及同比增速 (1975-1990)	8
图表 7. 美国个人可支配收入及增速 (1975-1990)	8
图表 8. 美国产业结构逐步转型	8
图表 9. 美国上市公司数量及市值占 GDP 比重 (1975-1990)	8
图表 10. IRAs 投资于共同基金情况 (1980-1990)	9
图表 11. 共同基金中 IRAs 比重 (1980-1990)	9
图表 12. 美国国债十年期收益率 (1975-1991)	9
图表 13. 美国共同基金类型占比 (1975-1990)	9
图表 14. 1975-1984 年美国金融自由化市场政策	10
图表 15. 美国共同基金规模及同比增速 (1991-2008)	10
图表 16. 美国共同基金净值增长结构 (1991-2008)	10
图表 17. 美国 GDP 及同比增速 (1991-2008)	11

图表 18.	美国个人可支配收入及增速 (1991-2008)	11
图表 19.	纳斯达克指数	12
图表 20.	美国上市公司数量及总市值占 GDP 比重 (1990-2008)	12
图表 21.	部分科技巨头市值激增	12
图表 22.	个人净储蓄率及净投资率变化	13
图表 23.	美国居民和非营利机构配置共同基金比例	13
图表 24.	美国家庭共同基金持有情况	13
图表 25.	美国居民持有共同基金目标 (% , 2021)	13
图表 26.	DC 规模及投资基金比例 (1990-2008)	14
图表 27.	IRAs 规模及投资基金比例 (1990-2008)	14
图表 28.	养老金投资共同基金净流入及占比	14
图表 29.	美国共同基金中养老金占比 (1992-2008)	14
图表 30.	美国分类别共同基金占比	14
图表 31.	美国主、被动共同基金净流入规模	14
图表 32.	美国共同基金规模及同比增速 (2009-2021)	15
图表 33.	美国共同基金净值增长结构 (2009-2021)	15
图表 34.	美国 M2、M1	16
图表 35.	美国部分行业价格指数	16
图表 36.	美国四轮 QE	16
图表 37.	美国 GDP 及同比增速 (2009-2021)	17
图表 38.	美国人均可支配收入及增速 (2009-2021)	17
图表 39.	美国公司宣布回购金额 (亿美元)	17
图表 40.	美国十年期国债收益率 (2009-2021)	17
图表 41.	美国标普 500 指数	17
图表 42.	DC 计划规模及投资共同基金比例 (2009-2021)	18
图表 43.	IRAs 计划规模及投资共同基金比例 (2009-2021)	18
图表 44.	养老金投资共同基金净流入	18
图表 45.	美国共同基金中养老计划占比 (2009-2021)	18
图表 46.	美国主动、被动基金投资比例	19
图表 47.	美国主动、被动基金净流入	19
图表 48.	美国 ETF 净申购量	19
图表 49.	2012 年起资金流向指数基金及 ETF	19
图表 50.	指数型基金与主动型基金申购费差异	20
图表 51.	权益基金占比超 50%	20
图表 52.	美国共同基金发展梳理	21
图表 53.	养老体系三支柱	22
图表 54.	DC 计划及 DB 计划	22
图表 55.	美国传统型年金与罗斯型年金区别	23
图表 56.	美国三支柱养老体系	23
图表 57.	美国三支柱结构 (2020 年, 万亿美元)	23
图表 58.	美国 DB 计划规模及同比增速	24
图表 59.	美国 DB 计划结构	24
图表 60.	美国第二支柱养老体系 DC 计划	25
图表 61.	美国 DC 计划规模及同比增速	25
图表 62.	美国 DC 计划结构	25
图表 63.	美国 IRAs 分类	26
图表 64.	美国 IRAs 计划规模及同比增速	27
图表 65.	美国 IRAs 计划结构	27
图表 66.	传统 IRA 账户每年缴费限额	28
图表 67.	401 (k) 账户每年缴费限额	28
图表 68.	401 (k) 资产配置结构	28
图表 69.	IRA 资产配置结构	28
图表 70.	传统 IRA 持有人不同年龄资产结构 (2020)	29

图表 71.	罗斯 IRA 持有人不同年龄资产结构 (2020)	29
图表 72.	四类 QDIA 参与机制	29
图表 73.	目标日期基金净流入	30
图表 74.	目标日期基金规模及同比	30
图表 75.	养老计划投资目标日期基金比例	30
图表 76.	IRA、DC 计划在目标日期基金中的比例	30
图表 77.	先锋目标日期基金产品 (部分)	31
图表 78.	先锋目标日期基金下滑曲线	31
图表 79.	普信 2055 年目标日期基金持仓	31
图表 80.	先锋 2065 年目标日期基金持仓	31
图表 81.	多种目标日期基金费率	32
图表 82.	目标风险基金净流入	32
图表 83.	目标风险基金规模及同比	32
图表 84.	养老计划投资目标风险基金比例	33
图表 85.	IRA、DC 计划在目标风险基金中的比例	33
图表 86.	先锋目标风险基金产品	33
图表 87.	富达目标风险基金产品	33
图表 88.	先锋、富达目标风险基金费率	34
图表 89.	共同基金及标普 500 收益率	35
图表 90.	标普 500 目标日期基金年平均收益率 (2022Q1)	35
图表 91.	美国养老账户之间的转换	35
图表 92.	传统 IRA 净流入结构	36
图表 93.	罗斯 IRA 净流入结构	36
图表 94.	IPO 规模及家数	37
图表 95.	沪深总市值及占 GDP 比例	37
图表 96.	城镇居民人均可支配收入及同比	37
图表 97.	个人可投资资产总额及同比	37
图表 98.	2018-2020 年各投资资产规模年复合增速	38
图表 99.	投资比重增加最多的金融产品	38
图表 100.	基金资产净值及同比	38
图表 101.	基金净值占 GDP 比重	38
图表 102.	公募基金自我增值及基金净流入	39
图表 103.	公募基金市场结构	39
图表 104.	企业年金覆盖企业数、职工人数	40
图表 105.	企业年金加权平均收益率 (%)	40
图表 106.	第三支柱相关政策梳理	41
图表 107.	多种第三支柱养老产品对比	41
图表 108.	目标日期基金对比	42
图表 109.	第三支柱相关政策梳理	43
图表 110.	征求意见稿内容梳理	43
图表 111.	个人养老金投资于公募基金对 2030 年券商营收测算	45
图表 112.	个人养老金投资于公募基金对华泰证券归母净利润影响测算	46
图表 113.	个人养老金投资于公募基金对天天基金归母净利润影响测算	46
图表 114.	个人养老金投资于公募基金对广发证券归母净利润影响测算	47
图表 115.	个人养老金投资于公募基金对东方证券归母净利润影响测算	48
图表 116.	相关标的财富数据及估值 (Wind 一致预测, 截止至 2022 年 7 月 6 日)	48

1. 投資聚焦

我們從多個角度詳細梳理了美國共同基金的发展史。我們將美國共同基金發展歷程分成了四大階段，並從經濟、資本市場、政策、共同基金行業規模、共同基金種類機構幾大維度深刻還原了每個階段共同基金的发展情況及背景。

我們認為，美國養老金能夠成為共同基金发展的关键主要源于：**額度提升的稅優政策（解決了繳費意願問題）、成熟而規模龐大的第二支柱（解決了資金來源問題）、賬戶制（提高了持有體驗）、QDIA 政策（引導養老資金進入共同基金）、豐富的产品選擇（解決了多樣化需求問題）、長時間維度下的優異投資表現（提高了共同基金的吸引力）。**

我們不僅測算了個人養老金入市對券商家業的影響，還測算了對券商家部分標的的影響。僅從金融產品代銷角度，個人養老金入市有望在 2030 年為券商家增加 27.4 億元營收，與整體券商家營收規模相比，影響較小。此外，我們對華泰、東財（天天基金）、廣發、東方受個人養老金入市影響而帶來的歸母淨利潤增量進行了預測，發現對於東方財富、東方證券兩個標的歸母淨利潤影響較大。

2. 美国共同基金发展历程

2.1. 萌芽期（1940-1975）：资本市场政策逐渐完善

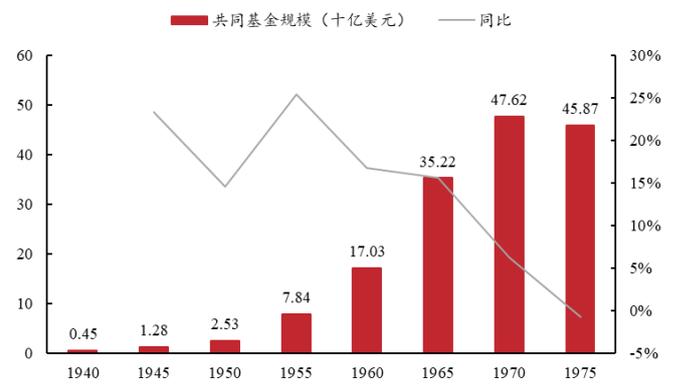
基金市场发展刚起步，规模逐步扩张。美国共同基金市场起步于 19 世纪 30 年代末，1940 年市场规模达到 4.5 亿美元。美国经济在二战后迎来持续数十年的蓬勃发展，1960 年-1975 年 GDP 年增速基本维持在 5% 以上。制造业、金融业的发展为社会积累了大量的财富，居民对财富管理、增值的需求逐步显现。1975 年美国共同基金净值规模已达 458.7 亿美元，较 1940 年增长了近 100 倍，CAGR 为 14.1%。

图表1. 美国 GDP 及同比增速（1940-1975）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表2. 美国共同基金规模及同比增速（1940-1975）



资料来源：ICI，东亚前海证券研究所

监管政策夯实共同基金市场发展基础。1933 年及 1934 年的《证券法》、《证券交易法》是美国证券市场规范化发展的开端。1936 年的《税法》赋予符合条件的共同基金税收优惠待遇。1974 年，《职工退休收入保障法》出台，对职工福利计划的资产管理和投资进行监管，并在此基础上推出了美国第三支柱养老体系 IRAs，成为日后共同基金市场最重要的资金来源。这一阶段，美国通过法律解决了基金市场发展中的投资者积极性（税收优惠）以及现金流入（养老计划）等问题，为后续的高速发展奠定了基础。

图表3. 1940-1975 年美国证券市场政策

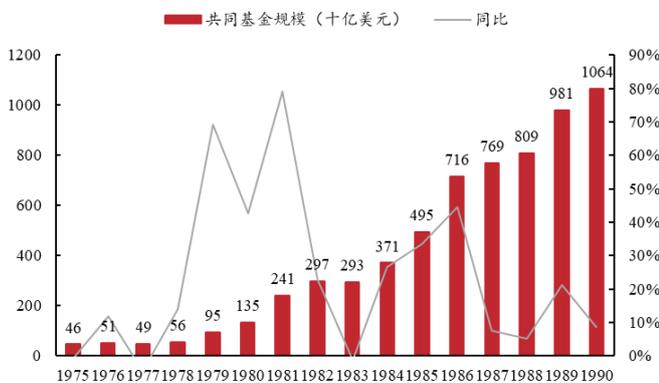
时间	政策	核心内容
1933 年	《证券法》	制定了证券销售规则，并制定了充分披露要求，禁止舞弊及欺诈行为。
1934 年	《证券交易法》	对《证券法》的补充，对二级市场交易证券进行充分的信息披露。
1936 年	《税法》	赋予共同基金税收优惠待遇。
1940 年	《投资公司法》	对投资公司进行监督，对共同基金高杠杆行为进行限制，同时对基金的投向、信息披露进行规定，将基金管理与其他金融实体进一步分离。
1966 年	《证券市场促进法》	改变原证券市场受联邦法律及州法律的双重监管，取消、限制州监督机构的权力，标志美国基金市场的监管逐步向单一制变化。
1974 年	《职工退休收入保障法》	对职工福利计划资产的管理和投资进行监管，并为养老金政策为雇员补充养老提供政策支持，在此基础上推出第三养老支柱 IRAs。
1975 年	《证券法修订案》	取消股票经纪业务的固定费率；对通过内部渠道获利的投机行为处以罚款或监禁。

资料来源：东亚前海证券研究所

2.2. 成长期（1976-1990）：净流入带动共同基金市场规模增长

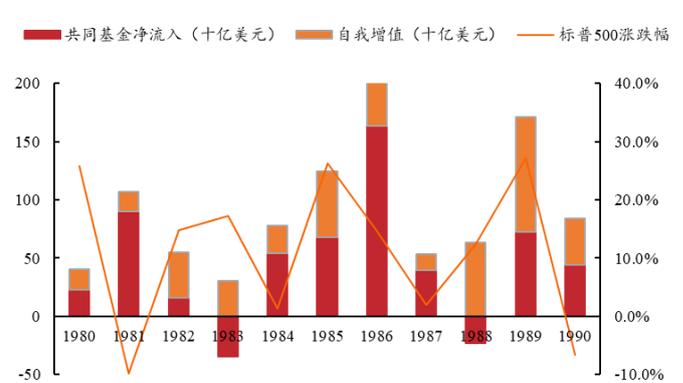
共同基金净流入带动规模上涨。此阶段，美国基金净值增加来源于两个：一是原有基金的自我增值；二是资金的净流入。1976-1990年，美国共同基金在1979-1981年以及1984-1986年迎来两轮较大幅度的规模增长，原因均为股票市场景气度提升带动共同基金申购量及净值的提升。本阶段，共同基金的规模增长与市场行情显著正相关。资金净流入部分对净值贡献远大于自我增值部分，但波动较大，在1983年、1988年依然有大量的份额赎回。得益于净流入以及经济高速发展及权益市场的良好表现，1990年美国共同基金净值规模突破万亿至1.06万亿美元，较1975年增长超20倍，CAGR为23.3%。

图表4. 美国共同基金规模及同比增速（1975-1990）



资料来源：ICI，东亚前海证券研究所

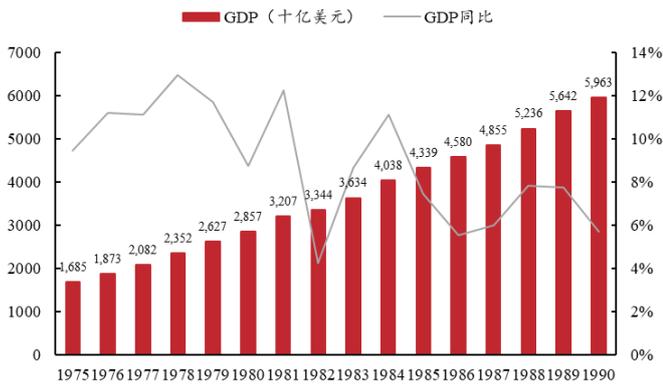
图表5. 美国共同基金净值增长结构（1980-1990）



资料来源：ICI，Wind，东亚前海证券研究所

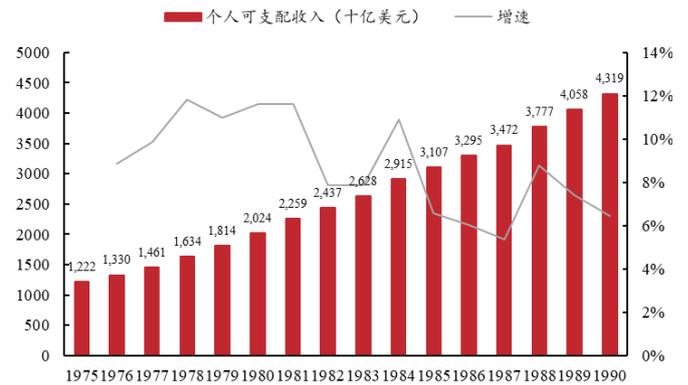
经济危机后经济回暖，个人可支配收入保持高增长。1973年石油危机逐步在1975-1976年演变成全球性的金融危机，各国国际收支逆差加大、贸易状况恶化、失业率攀升。各国股票市场均受到不同程度影响。1980年，新上台的美国总统里根开展了“经济复兴计划”，由原来的干预性膨胀政策转向自由放任的紧缩政策，大规模施行减税放权，提高企业盈利水平。在里根就任总统期间，美国经济实现了高速发展。1975-1990年，美国GDP从1.68万亿美元增长至5.96万亿美元，CAGR为8.79%。经济增长带来居民财富的沉淀积累，个人可支配收入也显著提升，从1975年的1.22万亿增长至1990年的4.32万亿，CAGR为8.78%。美国经济向好，公司经营效益提升，居民财富快速积累，谋求财富增值需求提升。

图6. 美国 GDP 及同比增速 (1975-1990)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

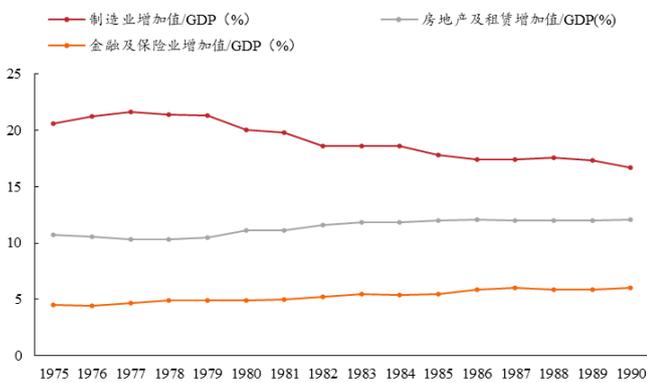
图7. 美国个人可支配收入及增速 (1975-1990)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

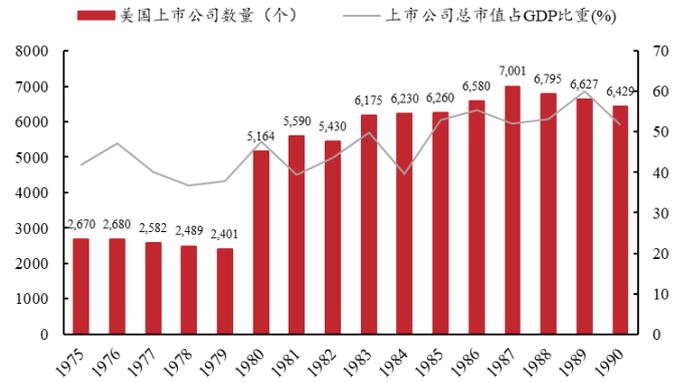
从制造业向服务业转型，金融市场蓬勃发展。进入19世纪80年代，美国第三产业、房地产与租赁业以及金融保险业迅速发展，引领经济结构转型，美国经济服务化趋势增强。美国广义的服务业也成为这段时间经济发展的中坚力量。从1979年起，制造业增加值与GDP的比值逐步下滑，房地产、金融等行业的比值逐渐增加，美国第三产业占比提升。其中，金融业增长仅次于房地产业，迎来新一轮发展期。1980年，美国企业迎来上市潮，当年上市公司数量同比+115%，其中不乏苹果、通用电气、沃尔玛、伯克希尔哈撒韦等行业巨头。随着资本市场发展，美国上市公司市值占GDP比重也由1979年的37.8%提升至1990年的51.9%。

图8. 美国产业结构逐步转型



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

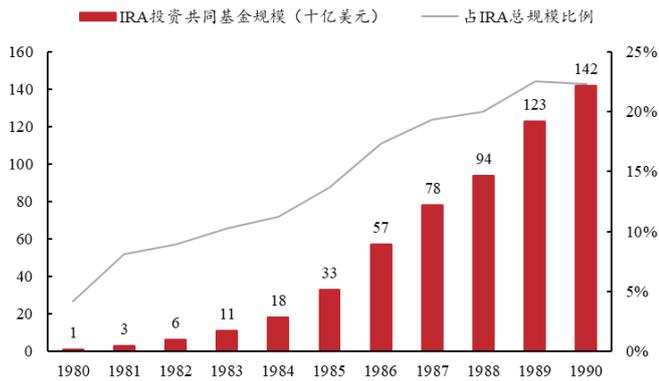
图9. 美国上市公司数量及市值占 GDP 比重 (1975-1990)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

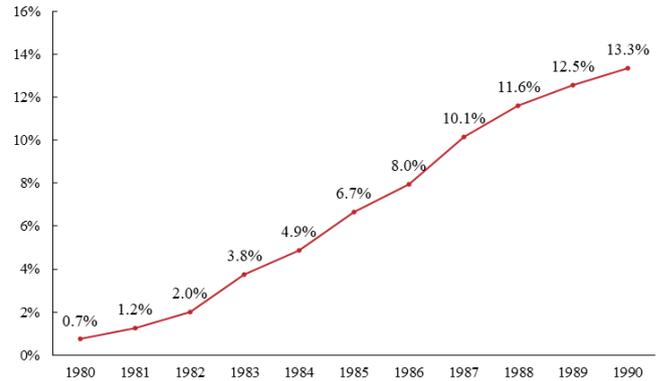
IRAs 规模扩张，养老金逐步入市。在1974年的《职工退休收入保障法》背景下推出的第三支柱养老体系 IRAs 逐渐获得社会认可。IRAs 投资范围主要包括共同基金、银行存款及流动性资产、寿险及其他资产。1980年后，美国雇主退休计划以及 IRAs 开始配置共同基金。共同基金占 IRAs 投资资产比重 (IRAs 投资共同基金规模/IRAs 总规模) 从1980年的4.2%提升至1990年的22.3%，规模也从10亿美元增长至1420亿美元。从共同基金规模构成角度 (IRAs 投资共同基金规模/共同基金总规模)，1990年 IRAs 账户贡献了共同基金总规模的13.3%。

图表10. IRAs 投资于共同基金情况 (1980-1990)



资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

图表11. 共同基金中 IRAs 比重 (1980-1990)



资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

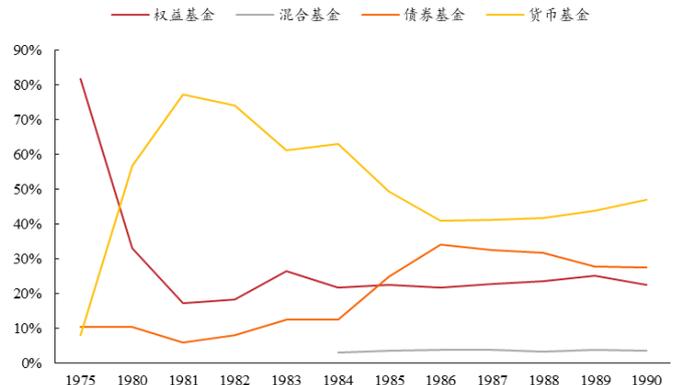
货币基金爆发，债券基金占比快速提升。由于 1980 年前的高通胀，导致国债、商业票据利率高达 10% 以上，从而刺激货币基金爆发，资金大幅流入导致其占共同基金总规模比重攀升至 50% 以上。美国 1982 年实行利率自由化后，市场利率显著下行，美国十年期国债收益率从 1982 年底的 10.36% 下降至 1990 年的 8.08%，货币基金吸引力下降，债券市场迎来牛市。受此影响，债券共同基金规模在 1982-1990 年间扩张超 10 倍，占整体共同基金总规模的比重也从 7.8% 提升至 27.3%。

图表12. 美国国债十年期收益率 (1975-1991)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表13. 美国共同基金类型占比 (1975-1990)



资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

美国金融自由化进程加速，奠定共同基金后期发展基础。政策层面，美国自 1975 年起即开始了金融市场自由化改革，并先后颁布了《有价证券修正法案》(1975)、《1980 年银行法》、《贸易和关税法》(1984 年)，标志着证券佣金自由化、利率自由化以及金融贸易服务自由化的开端。同时，各项金融产品创新在这一阶段产生，加速了美国金融业的进程及全球化。资本的自由流动，促进了美国股票市场及本土共同基金的影响力提升，也成为美国金融市场下一阶段繁荣发展的动力之一。

图表14. 1975-1984年美国金融自由化市场政策

时间	政策类型	政策	核心内容
1975年	佣金自由化	《有价证券修正法案》	废除固定佣金费率，实行可协商的费率制度。
1980年	利率自由化	《1980年银行法》	允许银行对活期存款计息。 废除Q条例，取消存款利率上限。 取消贷款最高利率限制。
1982年	利率自由化	《加斯特—杰梅存款机构法》	在《1980年银行法》上做补充，加快了利率自由化的进程。
1984年	金融贸易服务自由化	《贸易和关税法》	美国政府可以与外国政府就金融服务贸易、投资等方面进行谈判，并拥有对不合作国家进行报复的权力。 美国开放本国金融市场，实现了贸易、资本自由化。

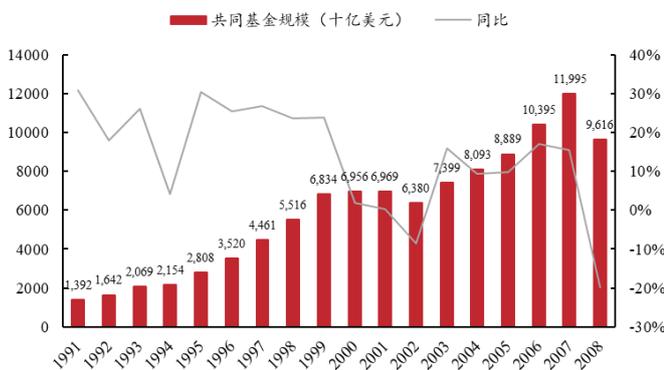
资料来源：东亚前海证券研究所

该阶段的主要特征：1) 共同基金规模提升主要源于基金净流入，但整体市场规模依然较小；2) 经济处于结构转型期，第三产业占比提升，个人可支配收入增加，金融自由化逐步推进，资本市场高速发展；3) 第三支柱养老金设立，逐步扩大共同基金投资比例；4) 货币基金、债券基金占比显著提升。

2.3. 发展期（1991-2008）：养老金加速入市

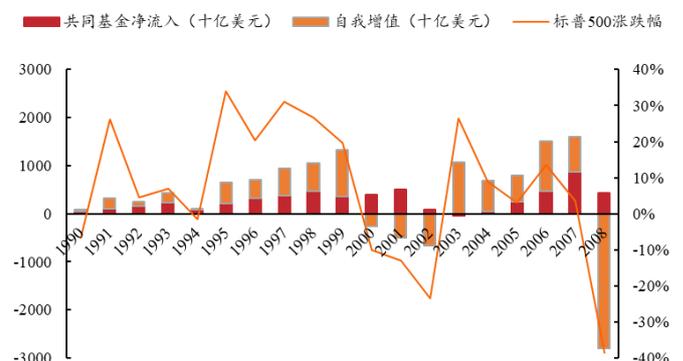
共同基金市场进入高速发展期，自我增值部分贡献大。20世纪末至21世纪初，共同基金影响力扩大，规模快速提升，1991-2000年净值同比增速基本保持在10%以上。2007年美国共同基金规模达到12.0万亿美元，较1991年1.4万亿大幅增加，CAGR为14.4%。除了受互联网泡沫影响外，美国股市迎来1991-2007年长达十余年的持续上涨，从而带动基金净值的增长。该阶段，共同基金净值的推动因素主要源于自我增值以及在互联网泡沫阶段依然持续的资金净流入。

图表15. 美国共同基金规模及同比增速（1991-2008）



资料来源：ICI，东亚前海证券研究所

图表16. 美国共同基金净值增长结构（1991-2008）



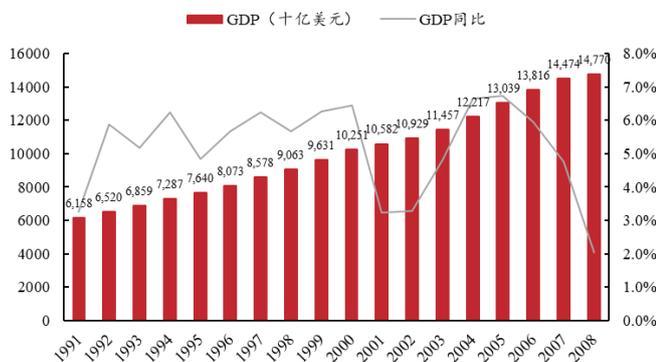
资料来源：ICI，Wind，东亚前海证券研究所

高科技投入及全球化带动 20 世纪末美国经济增长。1993 年克林顿上台奉行平衡预算及增收节支的主张，提高高收入人士税率，将福利型支出转变为投资型支出，并增加科技预算。众多科技型企业由军转民，推动了

美国社会的科学技术发展，科技创新层出不穷。此外，1995年WTO建立，实现了全球贸易及投资自由化。美国作为当时世界经济体量最大，资本最雄厚的国家，充分受益于科技及全球化浪潮。双重因素下，美国GDP在1992-2000年同比增速始终保持在5%以上，居民自由可支配收入快速从1991年的4.5万亿美元提升至2000年的7.4万亿美元，CAGR为5.7%。

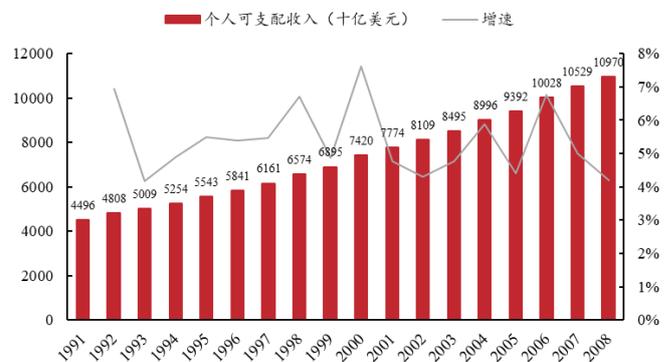
信贷规模扩张驱动 21 世纪初美国经济复苏。互联网泡沫危机及“911事件”后，美国经济陷入低迷。为刺激经济，2000年至2003年，美联储连续13次降息，联邦基金利率快速下降。同时老布什政府推出“居者有其屋”计划，降低贷款门槛，鼓励超前消费，居民杠杆不断攀升。房地产的繁荣带动了美国经济进入五年高增长期，直至2008年金融危机爆发。2007年，美国GDP总量达到14.5万亿美元，个人可支配收入达到10.5万亿美元。

图表17. 美国GDP及同比增速（1991-2008）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表18. 美国个人可支配收入及增速（1991-2008）

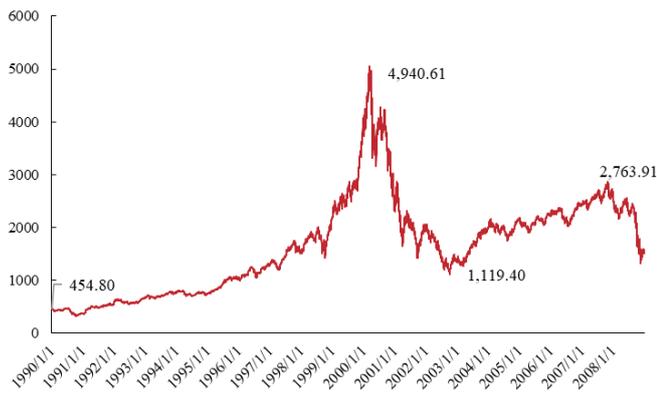


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

科技热潮及经济复苏扩大资本市场财富效应。美国经济的稳健增长为权益市场的持续牛市创造了动力。纳斯达克指数从1900年初的454点涨至2000年顶峰的接近5000点。在2002年下半年美国经济快速回暖后，从当年的1100点涨至2007年的2700点。1996年，美国上市公司总市值首次超过GDP，占GDP比重达到105.05%。

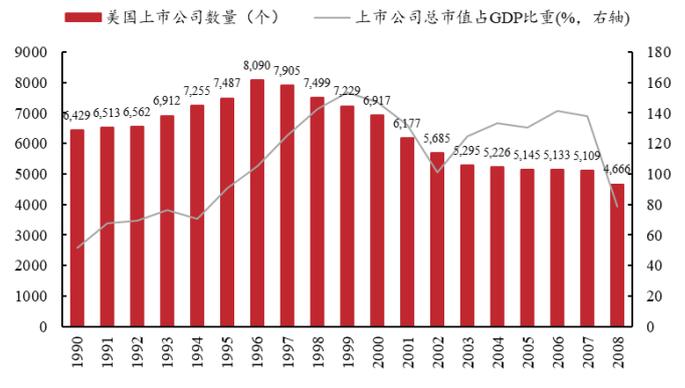
众多科技巨头市值激增，是共同基金净值提升最大动力。美国股市的长牛还得益于在科技及互联网热潮下，众多科技巨头实现了市值的爆发型增长。思科、高通、微软在1990-1999年间的市值分别实现了69230%、15556%、9562%的涨幅；雅虎、德州仪器、甲骨文在2003-2007年间实现了184%、128%、109%的涨幅。头部公司的巨大涨幅带来了极大的资本市场财富效应，使得共同基金净值及吸引力持续提升。

图表19. 纳斯达克指数



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表20. 美国上市公司数量及总市值占 GDP 比重 (1990-2008)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表21. 部分科技巨头市值激增

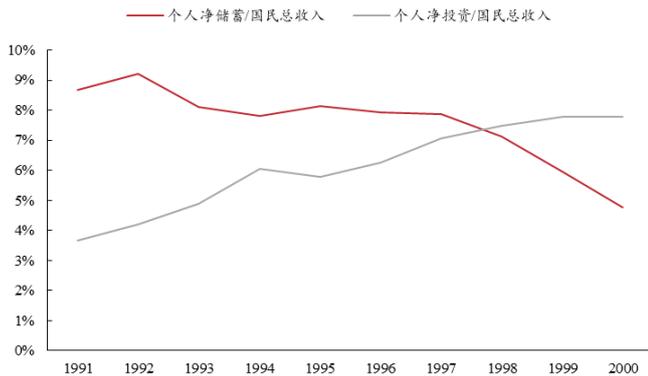
名称	1990-1999 年涨跌幅	2003-2007 年涨跌幅	公司简介
思科	69,230%	106%	全球领先的网络解决方案供应商。
高通	15,555%	126%	无线电通信技术研发公司, CDMA 技术引领 3G 时代。
微软	9,562%	61%	世界 PC 机软件开发的先导。
甲骨文	4,754%	109%	世界上最大的企业级软件公司, 是世界领先的信息管理软件供应商和继 Microsoft 后全球第二大独立软件公司。
美光科技	3,980%	-25%	高级半导体解决方案的全球领先供应商之一。
英特尔	3,788%	82%	全球最大的个人计算机零件和 CPU 制造商。
雅虎	7,767%	184%	一家全球性的互联网通讯、商贸及媒体公司, 曾经的全球第一门户搜索网站。
德州仪器	2,336%	128%	世界上最大的模拟电路技术部件制造商, 是全球领先的半导体跨国公司。
IBM	483%	46%	全球最大的信息技术和业务解决方案公司。

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

净储蓄占比下降, 共同基金配置比例提升。经济持续蓬勃发展为美国社会积累的巨大财富, 财富管理需求进一步增加。经济向好的乐观预期也加强了美国居民的消费意愿。1992 年-2000 年, 美国居民储蓄率 (个人净储蓄/国民总收入) 持续下降, 投资比重不断提升 (个人净投资/国民总收入)。从居民和非营利机构部分的资产负债表看, 共同基金占金融资产比例持续增长, 从 1991 年 3.7% 增长至 2007 年的 8.4%。根据 ICI 数据, 持有共同基金的美国家庭数量从 1995 年的 2840 万个提升至 2000 年的 4860 万个, 占有家庭的比重从 1995 年的 28.7% 跃升至 2000 年的 45.7%。

养老是美国家庭配置共同基金的首要目标。根据 2007 年、2021 年 ICI 调研表示, 接近四分之三的共同基金持有者的首要目标是为退休做准备。因此各类养老计划将逐步成为共同基金流入的最重要来源。

图表22. 个人净储蓄率及净投资率变化



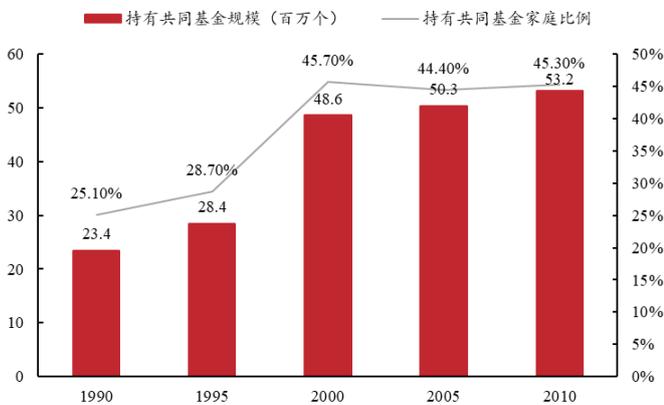
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表23. 美国居民和非营利机构配置共同基金比例



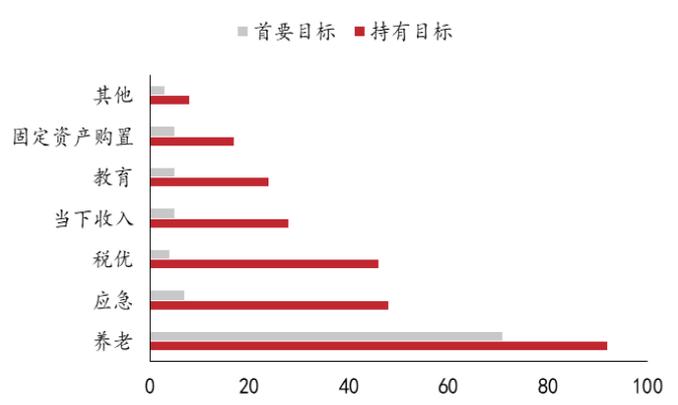
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表24. 美国家庭共同基金持有情况



资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

图表25. 美国居民持有共同基金目标 (%) (2021)

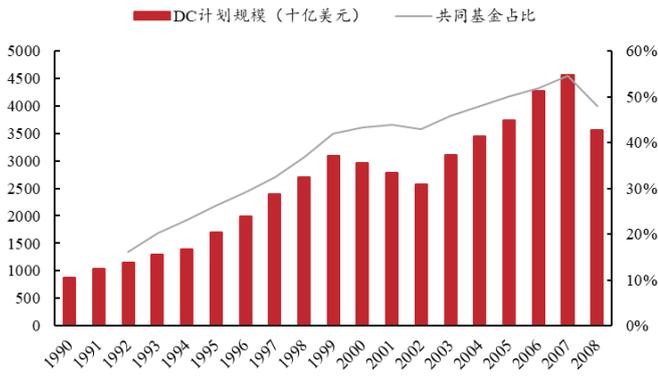


资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

共同基金成养老计划配置中最重要的金融资产。1991-2007年间,以DC计划为主的雇主支持养老金以及以IRAs为代表的第三支柱规模快速扩张,投资共同基金比例也快速提升。2007年,DC计划、IRAs分别持有共同基金资产2.5万亿美元、2.4万亿美元,较1992年增长12倍、9倍,CAGR分别为18.9%、16.7%。共同基金占总DC计划、IRAs计划规模比例由1992年的16.1%、27.5%提升至2007年的54.5%、51.3%。

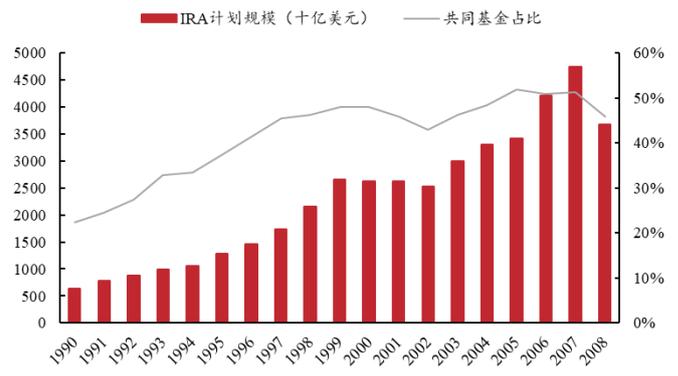
养老金的涌入降低了共同基金市场的波动。从1990年起,DC计划及IRAs已成为共同基金净流入的重要来源,占比始终保持在30%以上。即使在互联网泡沫破裂及金融危机期间,养老金依然保持净流入。养老金对共同基金规模贡献度持续提升。至2007年,DC计划、IRAs持有共同基金规模占共同基金总规模比例已达40%以上。养老金的入市一定程度上降低了共同基金份额波动,成为资本市场稳定器。

图表26. DC 规模及投资基金比例 (1990-2008)



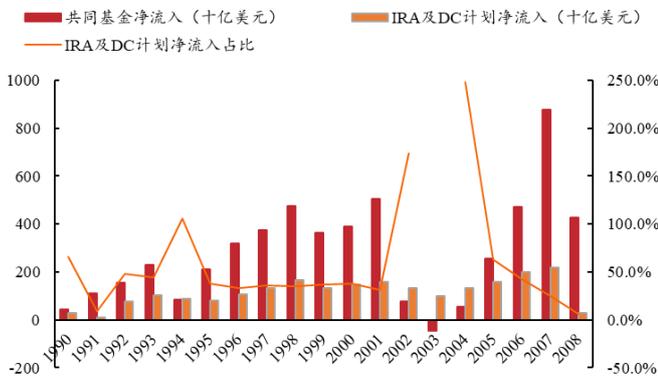
资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

图表27. IRAs 规模及投资基金比例 (1990-2008)



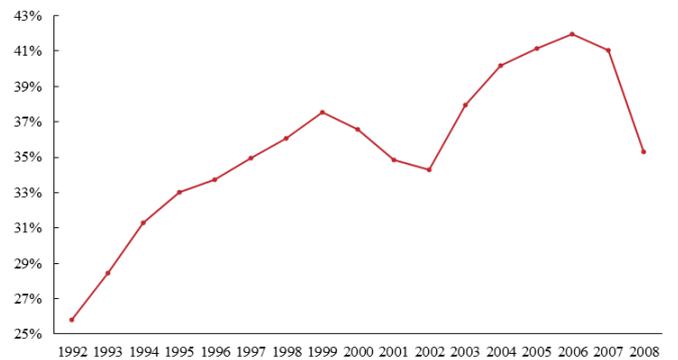
资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

图表28. 养老金投资共同基金净流入及占比



注: 由于 2003 年共同基金净流出, 故无占比数据
资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

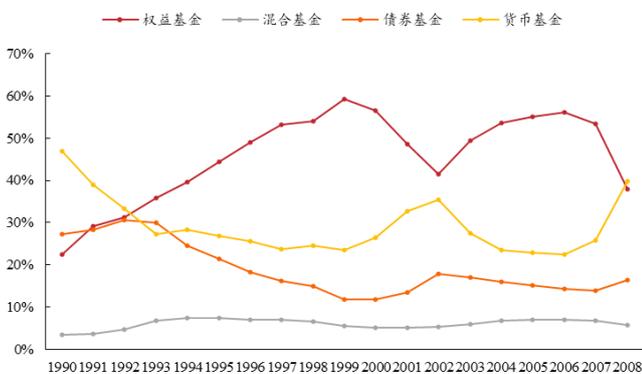
图表29. 美国共同基金中养老金占比 (1992-2008)



资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

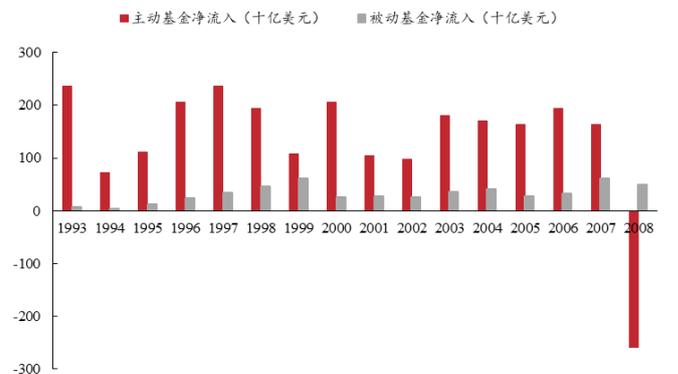
权益基金成为主流, 主动基金净流入远大于被动基金。1993 年起, 权益基金规模超越货币基金成为共同基金中最主要的品种, 占比在 1990-1999 年及 2002-2006 年持续提升, 债券基金及货币基金份额比重下降。此外, 市场的财富效应增加了主动管理基金的吸引力。1993 年至 2007 年间, 主动基金的净流入远高于被动基金, 主动基金的占比始终保持在 90% 以上。

图表30. 美国分类别共同基金占比



资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

图表31. 美国主、被动共同基金净流入规模



资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

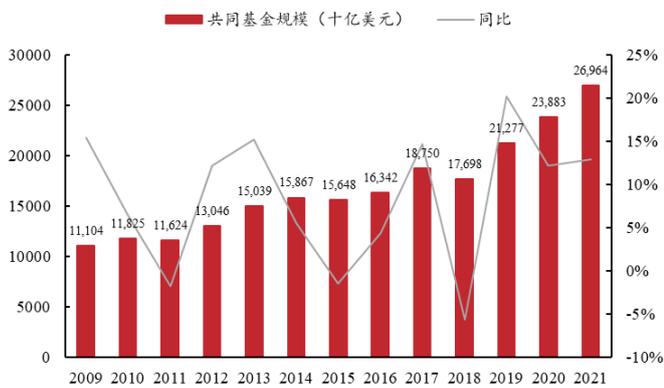
金融自由化完成，金融衍生品创新积累金融风险。政策层面，美国在1999年推出了《金融服务现代化法案》，结束了长达67年的金融分业制度，标志着美国金融自由化完成。21世纪初，伴随着金融监管的放松，全能银行成为美国金融市场的中坚力量，并涌现了大量高杠杆的金融工具。2003年后的信贷扩张及不受管制的金融衍生品创新，加速了资本市场发展，同时也导致了2008年金融危机。

该阶段的主要特征：1) 净值提升主要源于在美国权益市场长牛下的基金自我增值，基金净流入贡献仍突出；2) 美国居民配置共同基金比例提升，养老金成为共同基金持续的资金流入来源，并发挥市场稳定器作用；3) 权益基金规模超越债券基金及货币基金，成为共同基金中最重要的品种；4) 主动基金受到市场热捧，净流入远高于被动基金。

2.4. 成熟期（2009-2021）：被动基金及ETF获市场热捧

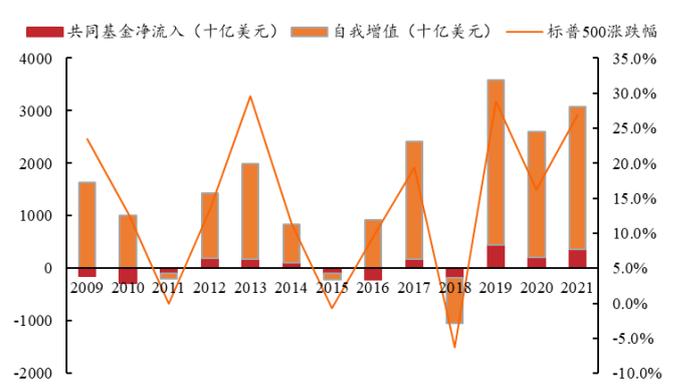
自我增值成为基金增长最大动力。2021年，美国共同基金总规模达26.9万亿美元，较2009年增长142.8%，CAGR为7.7%。随着前两个阶段养老金及居民资金大量入市。2009年起，净流入对共同基金净值增长贡献下降，主要由自我增值推动基金市场规模增长，整体基金净值的波动也与权益市场表现强正相关。

图表32. 美国共同基金规模及同比增速（2009-2021）



资料来源：ICI，东亚前海证券研究所

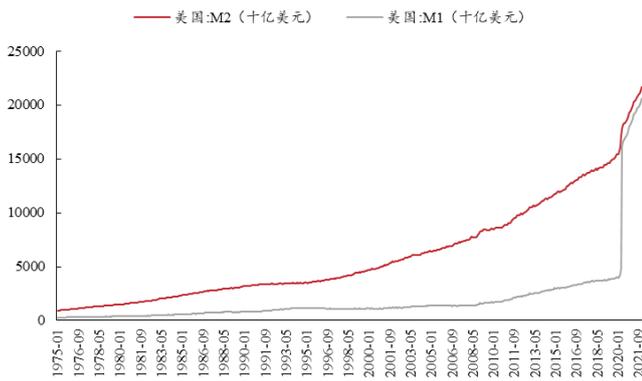
图表33. 美国共同基金净值增长结构（2009-2021）



资料来源：ICI、Wind，东亚前海证券研究所

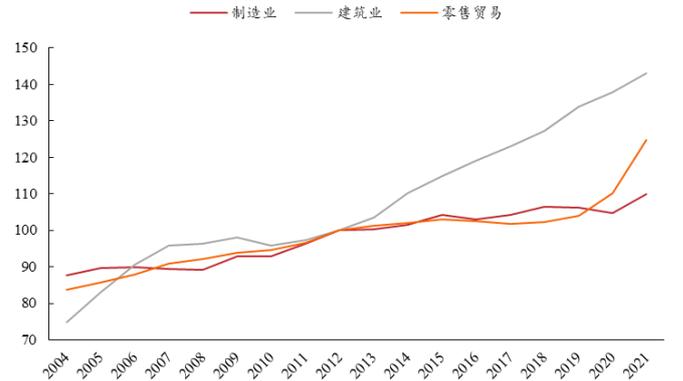
四轮量化宽松注入流动性，推动资产价格上涨。为挽救金融危机后的美国经济，美国自2009年起开展了四次量化宽松，直至2021年逐步退出。美国通过向公开市场购买债券，创造货币注入流动性，刺激经济发展。美国M2曲线在2008年后斜率转陡，在2020年快速攀升。制造业、建筑业及商贸零售等行业价格指数在2008年后快速上行，至2021年区间涨幅分别达到23.3%、48.3%、35.3%。

图表34. 美国 M2、M1



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表35. 美国部分行业价格指数



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

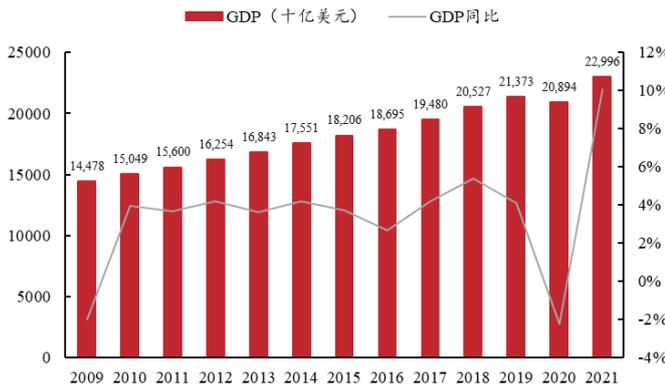
图表36. 美国四轮 QE

轮次	开启时间	美联储主要操作
QE1	2008 年 11 月	承诺购买机构债和抵押贷款支持证券 (MBS)，第一轮量化宽松购买了近 2 万亿美元的金融资产。
QE2	2010 年 11 月	计划收购 6000 亿美元的长期美国国债，压低长期利率，同时对将要到期的债权进行再投资。
QE3	2012 年 9 月	从 2012 年 9 月 14 日起，每月购买 400 亿美元 MBS，继续执行卖出短期国债、买入长期限国债的“扭转操作”。
QE4	2012 年 12 月	从 2012 年 12 月 12 日起，每月购买 450 亿美元国债，加上 QE3，每月购买 850 亿美元国债，并将继续把联邦基金利率保持在零至 0.25% 的超低区间。

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

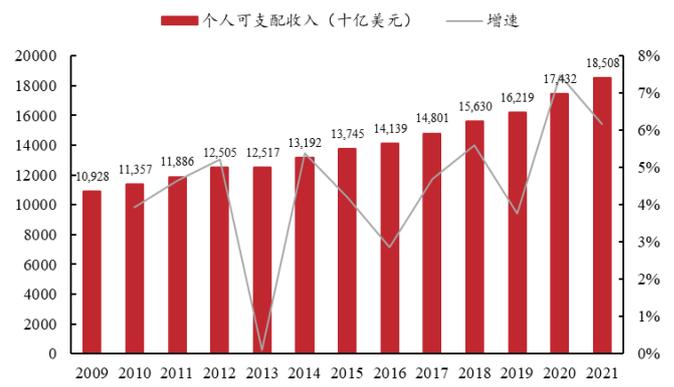
经济缓慢复苏，上市公司开启大规模股票回购计划。美国经济由于多轮 QE 而缓慢复苏。2009-2021 年，美国 GDP 从 14.5 万亿美元增长至 23.0 万亿美元，CAGR 为 3.9%；个人可支配收入从 10.9 万亿美元增长至 18.5 万亿美元，CAGR 为 4.5%。持续的 QE 也为上市公司积累了巨额的现金，流动性充沛的公司开始加大对股票的回购力度，以提升 EPS。根据高盛报告，美股上市公司宣布回购金额从 2009 年的 170 亿美元，增长至 2021 年的 5040 亿美元。

图表37. 美国 GDP 及同比增速 (2009-2021)



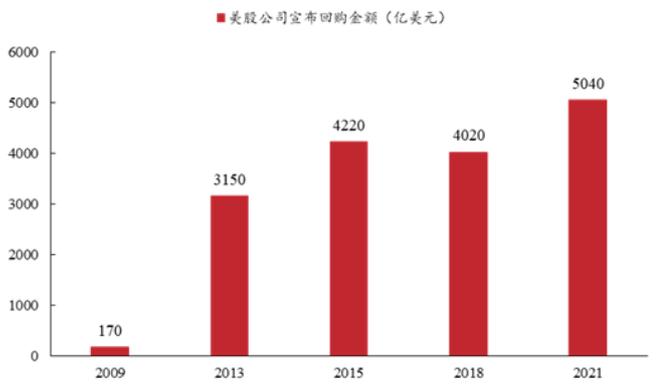
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表38. 美国人均可支配收入及增速 (2009-2021)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

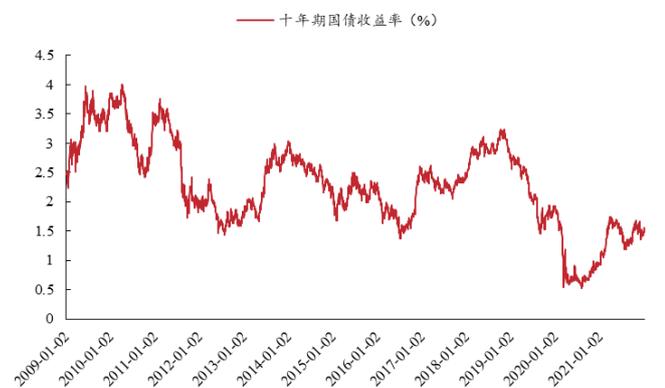
图表39. 美国公司宣布回购金额 (亿美元)



资料来源: 高盛, 东亚前海证券研究所

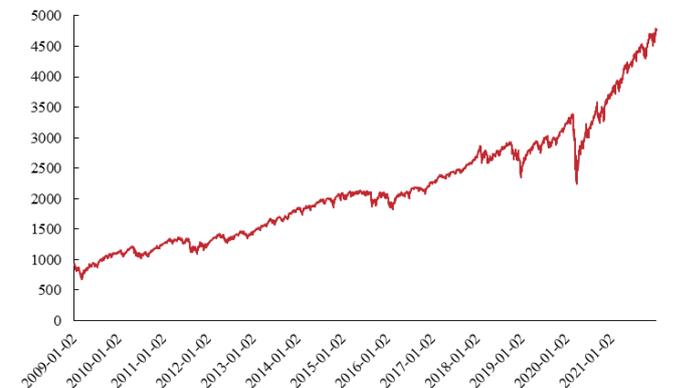
美国资本市场迎来股债双牛。股票回购导致公司 EPS 的回升，流动性充裕、资产价格的飞涨引领美国债券市场、权益市场步入牛市：十年期美国国债收益率由 2009 年初的 2.46% 下降至 2020 年底的 0.9%，标普 500 指数从 2009 年初的 931.8 点上涨至 2021 年底的 4766 点。债市、股市的繁荣提高了共同基金的吸引力，共同基金净值不断提升。

图表40. 美国十年期国债收益率 (2009-2021)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

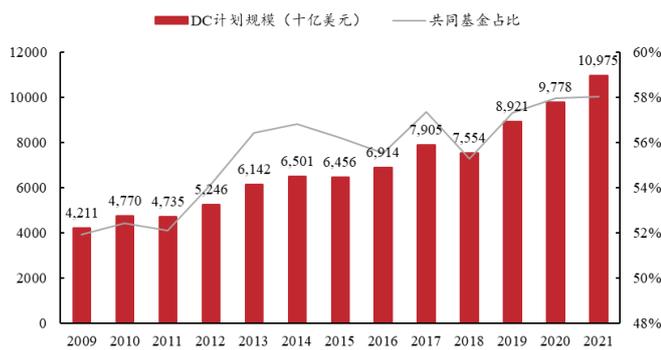
图表41. 美国标普 500 指数



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

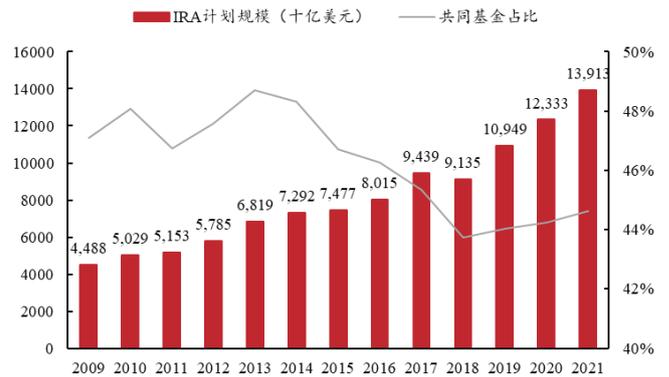
DC 计划中共同基金投资比例持续增加，IRAs 则略有下滑。2006 年《养老金保护法案》公布，将日期目标基金、平衡基金等产品设为自动投资组合资产。若雇员并未指定，401 (k) (DC 计划的一种) 将自动投向默认的投资组合，带动 DC 计划养老金投资共同基金比例的提升。2021 年 DC 计划规模约 11.0 万亿美元，投资于共同基金的比例为 58%，较 2009 年提升 6.1pct；IRAs 规模约 13.9 万亿美元，投资于共同基金的比例为 44.6%、较 2009 年略微下滑 2.5pct。

图表42. DC 计划规模及投资共同基金比例 (2009-2021)



资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

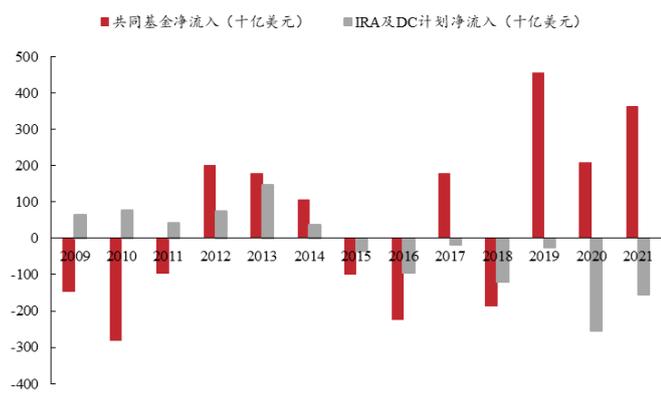
图表43. IRAs 计划规模及投资共同基金比例 (2009-2021)



资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

养老金占共同基金规模比重保持稳定。2015 年前，养老金对共同基金依然保持净流入。但在 2015 年后，随着 ETF 受到市场青睐，养老金持续净流出共同基金，但整体规模较小。养老金在共同基金规模中的占比依旧保持稳定。2015 年-2021 年，共同基金中 DC 计划、IRAs 计划合计持有比例维持在 46% 左右。

图表44. 养老金投资共同基金净流入



资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

图表45. 美国共同基金中养老计划占比 (2009-2021)



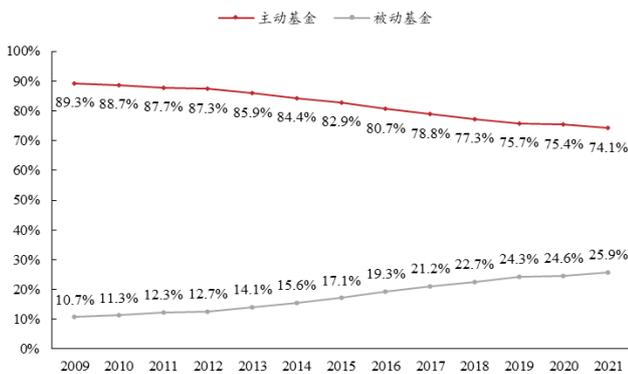
资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

被动基金及 ETF 净流入大于主动管理。2008 年以前，美国公募基金基本以主动管理为主，占比超 90%。但 2008 年金融危机后，随着低费率 ETF 崛起，散户风险容忍度越来越低，更多投资者对主动管理基金失去信任。指数型基金凭借自身低费率（甚至在部分平台指数基金无需申购费）优势受到市场青睐。根据标普统计，2008-2018 年十年间，约有 80% 的主

动管理型基金未跑赢标普 500 指数，加速被动基金份额从 2009 年的 10.7% 提升至 2021 年的 25.9%，ETF 净申购量也在 2017 年-2021 年出现了明显增加。被动基金及 ETF 的配置增加，成为美股稳步上涨的重要因素。

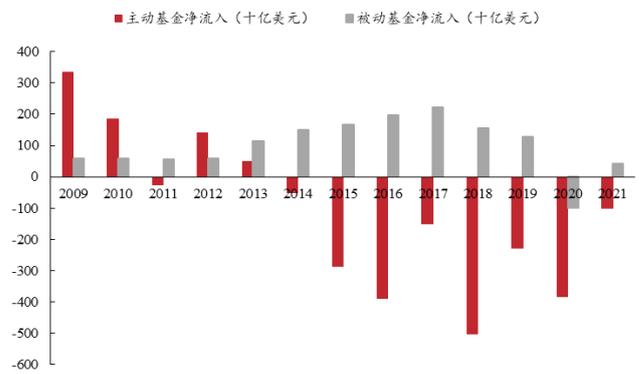
权益基金占比超 50%。2013-2021 年，权益基金规模占共同基金总规模比例维持在 50% 以上，债券、货币及混合基金规模占比保持稳定。

图表46. 美国主动、被动基金投资比例



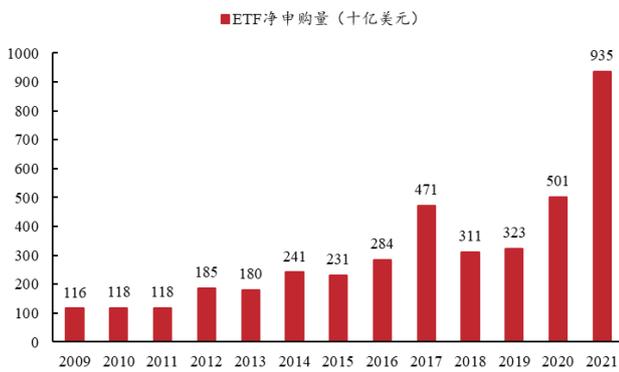
资料来源：ICI，东亚前海证券研究所

图表47. 美国主动、被动基金净流入



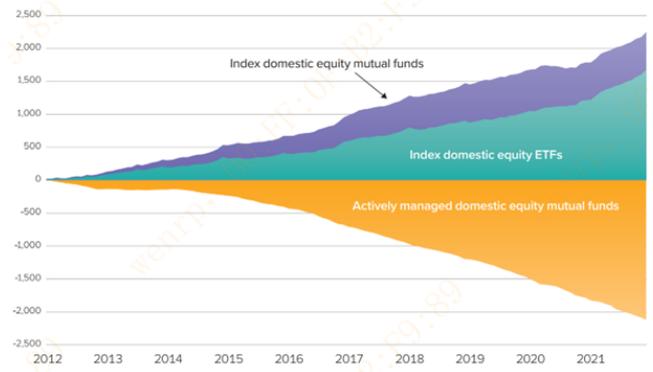
资料来源：ICI，东亚前海证券研究所

图表48. 美国 ETF 净申购量



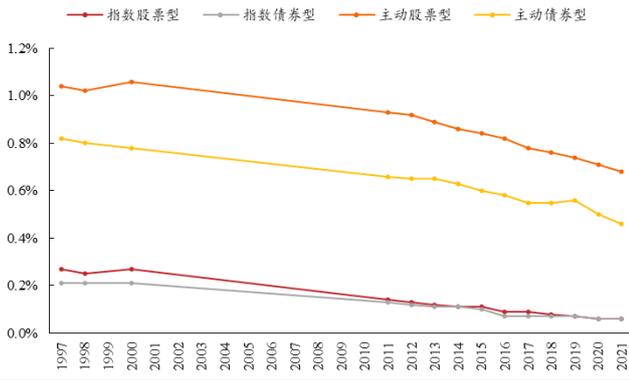
资料来源：ICI，东亚前海证券研究所

图表49. 2012年起资金流向指数基金及ETF



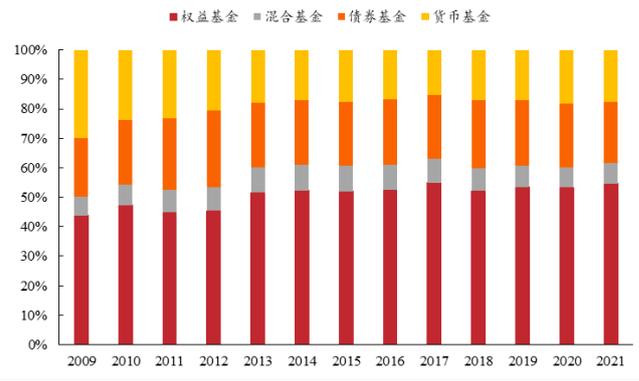
资料来源：ICI，东亚前海证券研究所

图表50. 指数型基金与主动型基金申购费差异



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表51. 权益基金占比超50%



资料来源: ICI, 东亚前海证券研究所

该阶段的主要特征: 1) 共同净值增长大部分源于自我增值, 净流入贡献低; 2) 四轮量化宽松、上市公司加大股票回购是该阶段美国股指长牛的重要原因; 3) 养老计划加速入市, 占共同基金总规模比重提高至 46% 以上; 4) 低费率的被动基金及 ETF 受市场追捧, 主动基金则自 2015 年持续呈现净流出。

图表52. 美国共同基金发展梳理

	萌芽期	成长期	发展期	成熟期
时间	1940-1975	1976-1990	1991-2008	2009-2021
阶段末共同基金规模 (万亿美元)	0.05	1.06	2007年: 12.0 2008年: 9.6	26.7
基金规模 CAGR	14.1%	23.3%	至2007年: 14.4%	7.7%
规模增长主要驱动因素	自我增值	以资金净流入为主 自我增值为辅	以自我增值为主 资金净流入为辅	自我增值
宏观经济				
阶段末 GDP 规模 (万亿美元)	1.68	5.96	14.8	23.0
GDP 规模 CAGR	8.3%	8.8%	5.3%	3.9%
阶段末基金规模净值占 GDP 比重	2.7%	17.9%	65.1%	117.3%
阶段末个人可支配收入 (万亿美元)	1.22	4.31	10.97	18.51
经济情况	二战后经济复苏	经济结构转型, 从制造业转向第三产业	互联网爆发科技巨头涌现、宽松信贷政策促进房地产业发展	四轮 QE, 美国经济缓慢恢复
金融市场				
标普 500 指数区间涨跌幅	714.1%	150.5%	1991-2000: 972.5% 2003-2007: 161.5%	511.5%
阶段美国十年期国债收益率	7.76%	7.76% 上升至 8.08%	8.08% 下降至 2.11%	2.11% 下降至 1.52%
发展情况	资本市场各类法规逐步完善	上市公司数量激增	科技巨头市值爆发创造了极强的财富效应	上市公司大规模回购股票提升股价及 EPS
养老金市场				
阶段末 DC&IRAs 规模 (万亿美元)	-	IRAs: 0.63	7.24	24.89
共同基金占养老金投资资产规模比例	-	IRAs: 22.3%	DC: 47.9% IRAs: 46.0%	DC: 58.0% IRAs: 44.6%
DC&IRAs 中共同基金规模 (万亿美元)	-	IRAs: 0.14	DC: 1.70 IRAs: 1.70	DC: 6.37 IRAs: 6.21
养老金投资共同基金资金流向	-	-	持续净流入	2014年前持续净流入, 而后持续净流出
共同基金中养老金的占比	-	IRAs: 13.3%	DC+IRAs: 35.3%	DC+IRAs: 46.6%
共同基金种类				
股、债、混合、货币基金情况	-	货币基金、债券基金占比较高	权益基金占比最高, 占比大多在 45% 以上	结构基本稳定, 权益基金占比超 50%
主动、被动基金情况	-	主动基金为主, 被动基金占比低	主动基金占比超 90%, 被动基金占比提升	2021年, 被动基金占比超 25%, 资金大规模净流入
ETF 净申购量 (亿美元)	-	-	1770	9350

资料来源: ICI, Wind, 东亚前海证券研究所

3. 美国养老金为何能成为共同基金发展关键

3.1. 美国养老金体系

传统的养老金体系分为三大支柱。世界银行在 1994 年提出了“三支柱”的养老金分类模式。根据资金来源，设立目的等维度将养老金分为“公共养老计划”、“企业养老计划”及“个人储蓄养老计划”。每个国家依据自身的特点，在三者实际实施上及重要性上存在一定差异。如德国，以第一支柱“法定养老保险”养老金为主；如英国，第二支柱“私营养老金”成为养老保险体系中最重要的一部分。

图表53. 养老体系三支柱

	第一支柱	第二支柱	第三支柱
名称	公共养老计划	企业养老计划	个人储蓄养老计划
资金来源	政府转移支付	企业+个人缴纳	个人缴纳
个人缴费比例	个人不缴费或仅缴纳少部分	企业缴费或个人及企业共同缴费	完全由个人缴费
典型案例	中国：基本养老保险 德国：法定养老保险 美国：OASDI	中国：企业年金、职业年金 美国：DB、DC 计划	中国：商业养老保险、养老理财 美国：IRAs

资料来源：东亚前海证券研究所

从缴费及领取维度看，养老金可分为 DC 及 DB。DC 为“缴费确定型”（Defined Contribution），对个人每月的缴纳数额是确定的，最终能够在退休后领取的数额由缴纳金额及运营收益决定。DC 计划可根据个人的风险偏好自行选择投资方案，但投资风险由个人承担。DB 为“收益确定型”（Defined Benefit），通过每年需要发放的养老金数额确定总缴费金额及个人缴费金额，退休后每月领取额度是固定的。DB 计划是“现收现付制”，可以保证养老金账户收支平衡，且该计划一般投资于低风险的债券，个人无需承担市场风险，但存在因人口结构改变而带来的账户运营危机。

图表54. DC 计划及 DB 计划

	DC 计划	DB 计划
名称	缴费确定型	收益确定型
缴费额度	每月固定额度	由养老金支出确定缴费额度
领取额度	由缴纳金额及投资收益确定	领取额度固定
市场风险	由个人承担	由雇主承担
优势	<ol style="list-style-type: none"> 1) 精算及投资要求不高，大多企业较为青睐； 2) 能够解决 DB 计划因为代际变化或老龄化带来的养老金领取的“不公平”现象； 3) 个人可以根据自身风险偏好选择不同的投资方案，灵活性更高。 	<ol style="list-style-type: none"> 1) 投资稳健，风险由企业承担； 2) 确保退休领取额度固定。
劣势	<ol style="list-style-type: none"> 1) 投资风险由个人承担； 2) 未来养老金领取数额不确定。 	<ol style="list-style-type: none"> 1) 计算复杂； 2) 可能会由于人口结构变化而缴费过高； 3) 灵活性较差。

资料来源：东亚前海证券研究所

从缴税时间看，养老金可以分为传统型和罗斯型。美国第二支柱和第三支柱计划大多都设有传统型账户和罗斯型账户。前者是 EET 模式，在向账户缴费时免税，领取时扣税；后者是 TEE 模式，在缴纳时即扣税，领取养老金时免税。同时两类产品在缴存上也存在差异，罗斯型相较于传统型更灵活，在老年依然能够向账户内存钱，并具有一定的传承功能。

图表55. 美国传统型年金与罗斯型年金区别

	传统型	罗斯型
纳税方式	EET（在缴纳时即免税）	TEE（领取时免税）
缴存	达到一定年龄后，可额外存钱；达到一定年龄后，不可再存钱	可以一直向账户内存钱
取出	达到一定年龄后，一定要向外取钱，否则需缴纳大笔税费	并未强制规定向外取钱
相互转换	两个计划之间不能相互转换	

资料来源：东亚前海证券研究所

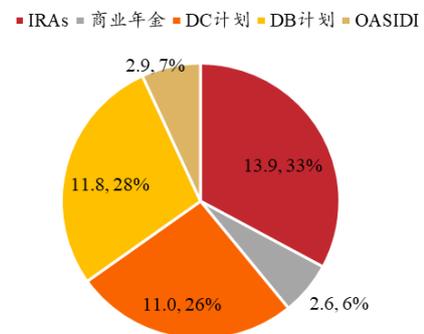
美国已建立以第二、第三支柱为主的养老体系。美国拥有完善的养老体系三大支柱，分别是：以养老及遗嘱保险（OASI）、残障保险（DI）为主的第一支柱；以 401（k）、TSP 计划、联邦及州政府 DB 计划为主的第二支柱；以 IRAs 为主的第三支柱。2020 年，美国第一支柱 OASIDI 规模为 2.9 万亿美元，第二支柱 DB 及 DC 计划为 22.8 万亿美元，第三支柱 IRAs 及商业养老年金为 16.5 万亿美元。

图表56. 美国三支柱养老体系



资料来源：东亚前海证券研究所

图表57. 美国三支柱结构（2020年，万亿美元）



资料来源：ICI，东亚前海证券研究所

3.1.1. 第一支柱：政府统筹，投资严格管制

立法强制实施，政府统一管理。美国第一支柱包括养老及遗嘱保险（OASI）及残障保险（DI），于 1935 年的《社会保障法案》里明确。该制度不仅覆盖所有劳动者，也包括事业单位人员、非营利组织人员以及退役军人。此外，美国还设立了补充收入制度，为农场主、个体经营者提供保障。该类养老金待受益人退休后，将由美国社会保障署统一发放。美国第一支柱的特点为：强制缴纳（社会保障税约为 6%）、全国统筹、全面覆盖

(2017 年覆盖超过 96% 人口)。

第一支柱投资受限制。OASIDI 由政府设立的独立专业机构统一管理。在投资上，基金采取保守策略，购买国家发行的特殊债券，不能投资于权益市场，以获得较为稳定的收益率。

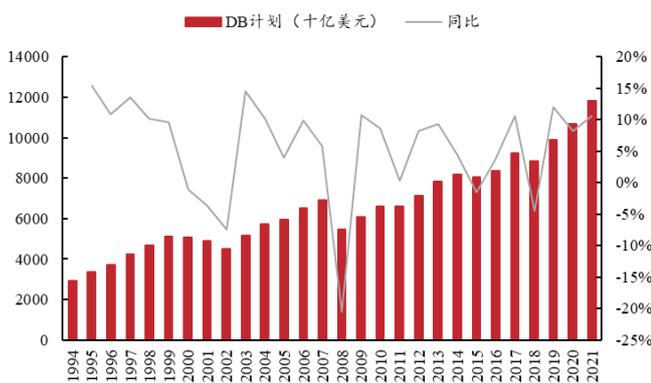
3.1.2. 第二支柱：以 401 (k) 为代表的 DC 计划更受欢迎

养老计划根据受益人群细分。美国第二支柱主要分为两类：DC 及 DB。根据面向群体不同，DC 计划分为 401 (k)、TSP 计划、403 (b) 计划、457 计划；DB 计划分为联邦 DB 计划、州和地方政府 DB 计划和私人部门 DB 计划。

DB 计划计算较为复杂，限制较多。在 DC 计划推出前，美国养老计划以 DB 为主。DB 计划采取是基金制，即形成雇员养老金基金，雇主定期或雇主和雇员定期向基金注资。其中大多数 DB 计划的企业采取雇主单方面注资的模式。为了保障 DB 计划的实施，规避养老金发生的财务困难或破产等事件导致受益人损失，美国政府成立了养老金福利担保公司进行担保。DB 计划拥有以下几个特点：1) 缴费金额通过工作水平、工作时间长短计算而得；2) 福利待遇以养老金形式发放；3) 雇员若离职，公司缴纳部分将无法保证进入个人账户；4) 雇主承担投资风险。

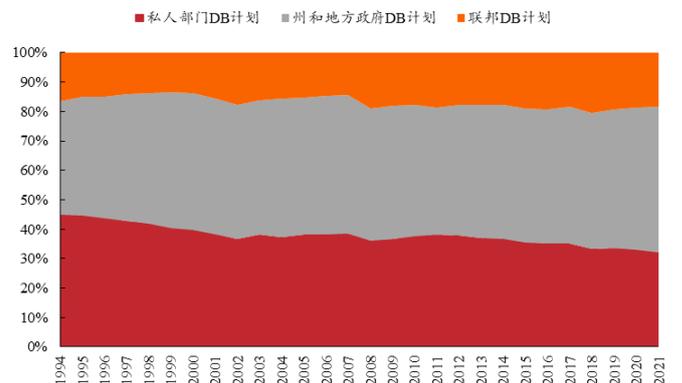
DB 增速放缓，受益人大多选择 DC 计划。在 401 (k) 等计划推出后，大多受益人选择 DC 计划。2021 年，DB 计划规模 11.8 万亿美元，1994-2021 年 CAGR 为 5.3%，远低于 DC 计划。从结构上看，私人部门 DB 计划、州和地方政府 DB 计划占比较高。

图表 58. 美国 DB 计划规模及同比增速



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

图表 59. 美国 DB 计划结构



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

DC 计划拥有灵活性、投资可选择性、可贷款等特点。以 401 (k) 为例，该计划主要面向私营企业部门。企业为职工建立个人账户，雇主承担大部分缴费，雇员可以选择自愿附加缴费，但账户每年缴费有上限。养老计划管理机构可提供多种投资方案，方案选择由职工自己决定。该账户的

特点包括：缴费费率固定但领取金额不固定、退休时可一次性领取或分期领取、工作变换后账户可携带转移、雇员承担投资风险、账户可申请贷款。2022年，50岁以下的受益人401(k)的缴款上限是2.05万美元/年，50岁及以上的储户可在原有基础上额外增加6500美元/年。

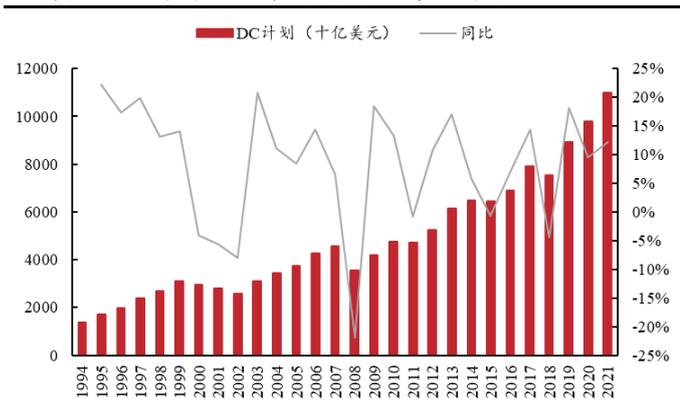
图表60. 美国第二支柱养老体系 DC 计划

	推出时间及事件	面向群体	特点
401(k)	1978年《国内税收法》	面向规模较大的企业员工	1) 创造了雇员与雇主共同承担养老，打破以往雇主独自缴纳养老金的形式； 2) 企业向员工提供多种组合计划，员工自主选择投资方式，风险由员工自己承担； 3) 投入金额无需纳税，但有上限（2022年单个账户缴费上限为2.05万美元/年，50岁以上增加6500美元/年），领取时纳税。
TSP计划	1986年《联邦雇员退休制度法案》	美国联邦雇员及军职人员	1) 雇员与公司共同缴费，个人缴费比例提升，公司配比缴费比例也提升； 2) 计划管理机构是联邦退休节俭投资理事会。
403(b)	1986年《税收改革法案》	公立教育机构、非营利组织、教会等	1) 与401(k)的区别在于：投资资产会有一些差异，大多数雇主不愿意进行配比缴费。
457计划	2002年《国内税收法》	国家和地方政府机构以及某些非营利组织	1) 与401(k)相似，但提前退出不会受到惩罚。

资料来源：东亚前海证券研究所

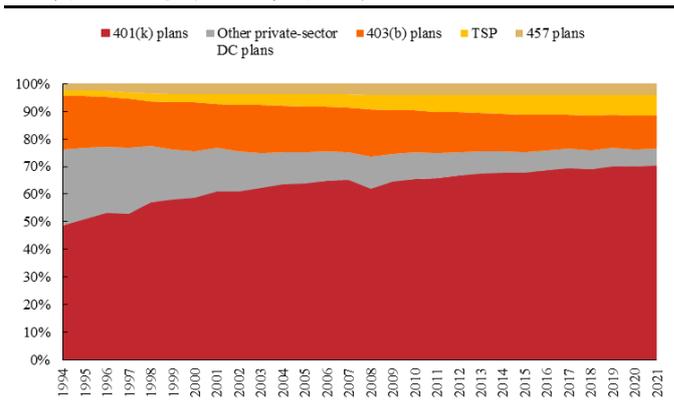
DC计划规模突破10万亿，401(k)占比超70%。2021年，美国第二支柱DC计划规模为10.98万亿美元，1994-2021年CAGR为8.0%。从内部结构看，覆盖人群最广的401(k)凭借其免税额度以及多样化的投资选择，规模占比在2021年已超70%，其余计划的占比均逐年下滑。

图表61. 美国DC计划规模及同比增速



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

图表62. 美国DC计划结构



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

3.1.3. 第三支柱：IRAs本质上是免税的个人理财账户

IRAs主要分为个人缴费及雇主支持缴费两大类。IRAs诞生于1974年的《职工退休收入保障法》，是个人自愿参加的养老保险储蓄计划。IRAs

主要包括三种形式：传统型 IRA、罗斯 IRA 以及雇主支持型 IRA（包括 SEP IRA、SIMPLE IRA）。传统 IRA 及罗斯 IRA 在受众人群、税收方式、缴费年龄上存在差异，但都属于个人缴费型账户。SEP IRA 与 SIMPLE IRA 均属于雇主支持计划，受众主要为小型企业主及个体商业户。SEP IRA 与 SIMPLE IRA 最大区别在于前者仅能由企业缴费，后者需要员工和企业共同缴费，但最终都进入到员工的个人账户。

图表63. 美国 IRAs 分类

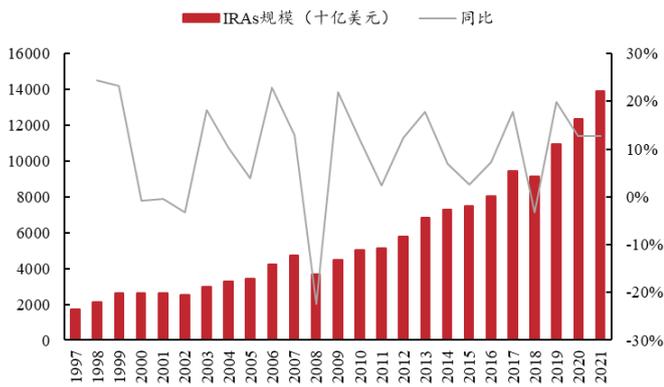
	传统 IRA	罗斯 IRA	SEP IRA	SIMPLE IRA
面向人群	任何人	任何人，但年收入水平必须低于一定的水平	难以参加 401 (k) 计划的小企业员工	难以参加 401 (k) 计划的小企业员工
税收方式	EET	TEE	EET	EET
缴费人群	个人	个人	小企业主	小企业主和雇员
缴费年龄	16 岁以上	上限无限制	21 岁以上，过去 5 年在公司工作满 3 年	上限无限制
缴费额度 (2021 年)	50 岁以下：6000 美元/年； 50 岁及以上：7000 美元/年	与传统 IRA 共享最高限额	员工收入的 25% 或 61000 美元/年，可直接抵扣企业税表	50 岁以下：13500 美元/年； 50 岁及以上：16500 美元/年
领取年龄	符合条件可退休前领取，72 岁后仍不领取将课以重税	符合条件下可在退休前提前领取，无强制领取限制	退休后领取，符合条件可退休前领取	退休后领取，设立两年内领取有额外罚款
提前领取 (59.5 岁之前)	10% 罚金且按照普通收入纳税	本金：开户 5 年后可随时支取 收益部分：10% 罚金且按普通收入纳税	10% 罚金且按照普通收入纳税	10% 罚金且按照普通收入纳税

资料来源：东亚前海证券研究所

IRAs 本质上是拥有免税功能的个人养老账户。个人账户可以由个人单独设立，也可企业代为设立，但需要由第三方金融机构管理。以传统 IRA 为例，该计划是典型的 EET 基金，缴纳时可免税，领取时需要交税。一般情况下，50 岁以下美国居民可向账户内缴费上限为 6000 美元/年，50 岁以上上限为 7000 美元/年，具体可抵税金额与受益人是否参加了雇主养老金计划、是否婚配等因素有关。传统 IRA 计划具有领取时间限制，达到 72 岁后仍未领取账户金额将课以重税。

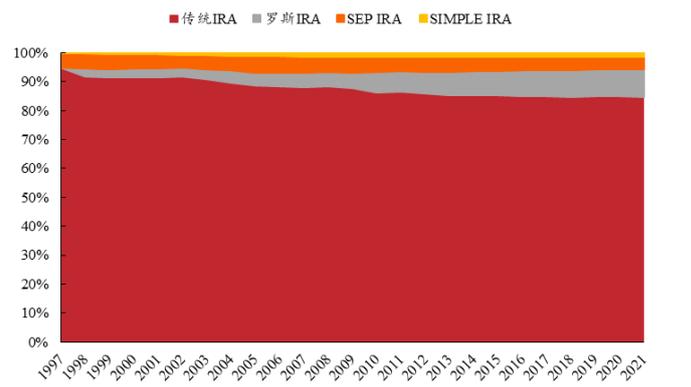
IRAs 复合增速高于 DC、DB，罗斯 IRA 占比逐步提升。2021 年，IRAs 规模达 13.9 万亿美元，1997-2021 年 CAGR 为 9.1%，远高于 DC、DB 计划。从 IRAs 结构上看，传统 IRA 占比超 85%。罗斯 IRA 凭借灵活性高、缴费年龄无限制、无强制领取年龄，应用范围广等特点，占比在持续提升。2021 年，罗斯 IRA 规模达 1.3 万亿美元，占比约为 9.5%。

图表64. 美国 IRAs 计划规模及同比增速



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

图表65. 美国 IRAs 计划结构



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

3.2. 养老金发展四大因素：税优、产品、灵活、投资

3.2.1. 范围广、额度高的税收优惠

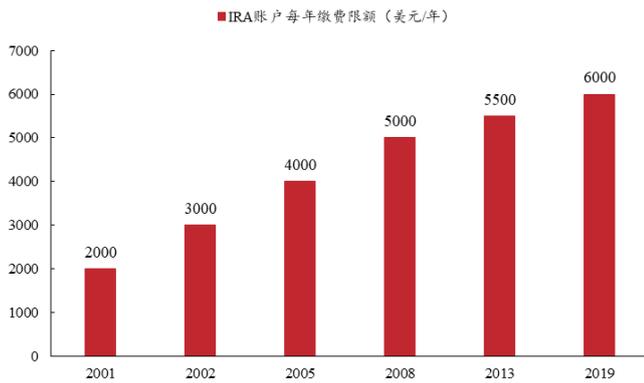
养老金税费收取规则分为 EET 和 TEE。以 EET 为例，企业通过 DC、DB 或雇主支持 IRA 计划为雇员缴纳养老保险，缴纳金额可以在税前扣除；个人通过传统及罗斯 IRA 缴纳养老金，金额也可以在税前扣除。在投资阶段，投资收益免征所得税。领取阶段，扣除合同成本（原有合同账户）养老金余额为基数，在领取时计入当期收入缴纳税费。

税收优惠涉及面广，额度较高。美国针对不同类型的从业人员及企业，设立了差异化的养老金账户。如针对小型企业主及个体户，雇主支持型 IRA 很好地解决了 401(k) 设立复杂及传统 IRA 额度上限低的痛点，成为中小企业参与第三支柱养老体系的重要方式，使得养老金体系覆盖面更广。从缴税方式上看，TEE 型年金能够吸引一些当期收入低但预期未来收入会大幅提高的人群，扩大了养老保险保障人群。从额度上看，401(k) 的缴费规模上限为 2.05 万美元/年，传统 IRA 上限为 6000 美元/年，在受益人年龄超过 50 岁时规模还可额外增加，提高了公司以及受益人缴费的积极性。

部分州免除了领取养老金的税收。密西西比州、宾夕法尼亚州免除了包括企业年金在内的退休养老金收入的税收；弗吉尼亚州对于所有年收入低于 5 万美元或夫妻共同收入低于 7.5 万美元的 65 岁以上老年人给予每年 1.2 万美元的应税额度优惠。

免税额度随着通胀及物价水平提升。《经济增长和税收减免调整法案》规定，IRA 会根据每年的物价及通胀水平，调整 IRA 缴费上限。截止至 2021 年，美国 IRA 缴纳额度上限经历了五轮调整，从 2001 年的 2000 美元/年提升至 2022 年的 6000 美元/年；401(k) 也经历了多轮调整，从 2000 年的 10500 美元/年提升至 2022 年的 20500 美元/年。

图表66. 传统 IRA 账户每年缴费限额



资料来源：美国国税局、东亚前海证券研究所

图表67. 401 (k) 账户每年缴费限额

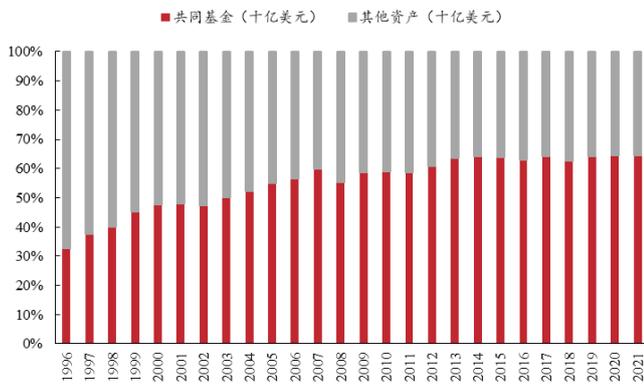


资料来源：美国国税局、东亚前海证券研究所

3.2.2. 丰富的投资标的的选择及 QDIA 机制

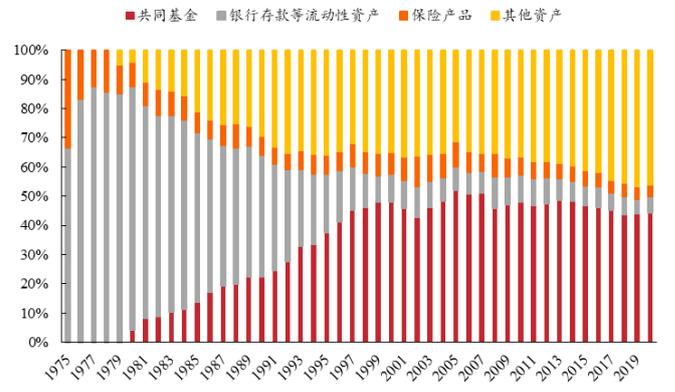
养老金配置共同基金为主，资产多样化满足客户需求。以第二支柱 401 (k) 与第三支柱 IRA 为例：从 1980 年起，养老金配置共同基金资产比例逐年快速提升。2021 年，共同基金在两类账户中的规模比例分别为 64%、45%，是养老计划占比最高的金融资产。401 (k)、IRA 账户可以投资保险、银行等流动性资产，2021 年占比分别为 5%、4%，还可以投资其他金融资产（如期权、结构性产品）。丰富的产品投资选择能够匹配客户需求，增强了用户缴费动力。

图表68. 401 (k) 资产配置结构



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

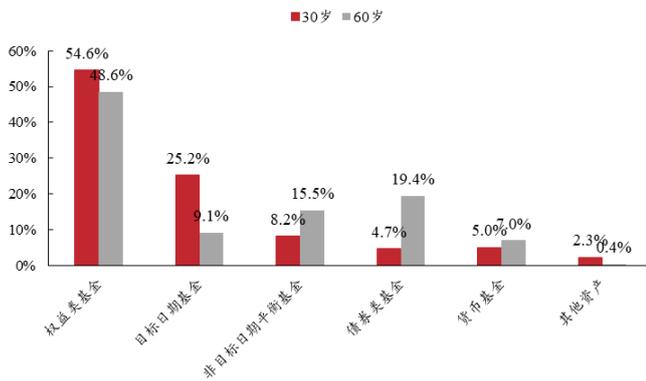
图表69. IRA 资产配置结构



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

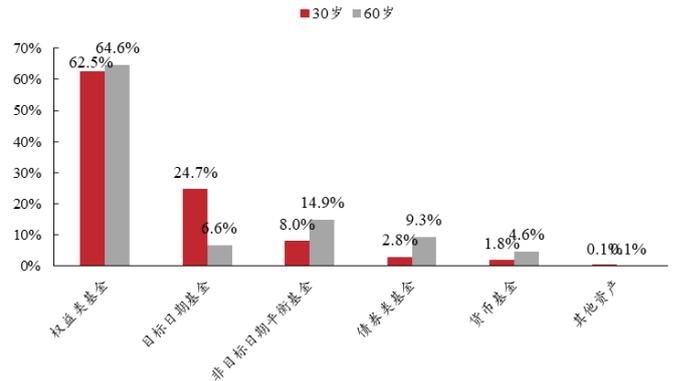
用户可以根据自身年龄，选择不同的资产投资组合。美国第二、第三支柱的养老账户允许客户自由调整资产配置。根据 ICI 调研数据，30 岁的传统 IRA 持有者账户中持有权益类基金比例为 54.6%，高于 60 岁时的 48.6%；持有债权类基金比例为 4.7%，远低于 60 岁时的 19.4%；持有目标日期基金比例为 25.2%，远高于 60 岁时的 9.1%。由于投资收益免税的特点，罗斯 IRA 持有者持有权益类资产比例更高，持有债券等其他金融资产比例较传统 IRA 持有者更低。用户根据自身年龄的风险承受力、账户特性，进行资产配置比例的调整，能够实现收益与风险的平衡。

图表70. 传统 IRA 持有人不同年龄资产结构 (2020)



资料来源: ICI、东亚前海证券研究所

图表71. 罗斯 IRA 持有人不同年龄资产结构 (2020)



资料来源: ICI、东亚前海证券研究所

默认投资选择设计降低投资门槛。默认投资选择机制 (Qualified Default Investment Alternative, QDIA) 诞生于 2006 年的《养老金保护法案》，规定如果养老金账户所有者并未对投资策略做出选择，系统自动默认将资金投入规定的基金当中。同时，满足一定条件的雇主为未选择投资计划的雇员选择 QDIA，可以免除受托责任。默认投资选择降低了雇主雇员的投资门槛：一方面，雇主通过选择 QDIA 减少投资风险，不必另设专业的投资团队；另一方面，缺乏专业知识的养老金账户持有者可以选择 QDIA 实现资产配置。

QDIA 并未规定具体投资产品，规定了四类投资参与机制。养老计划的受托管理机构可以自行进行资产配置或为账户受益人配置 QDIA，前者管理机构需自行承担投资风险，后者风险由 QDIA 管理者承担。管理机构在投资 QDIA 时，需在方案生效日或投资 30 日前通知参与人，同时每年必须给予账户受益人选择是否维持 QDIA 投资的权力，并至少在新一年度的投资方案生效前 30 天通知账户受益人。**QDIA 并未对具体的投资资产进行规定，而是提供了四类参与机制：生命周期基金、专业管理账户、平衡基金、资本托管产品。**

图表72. 四类 QDIA 参与机制

	面对人群	概述
生命周期基金	个人	与个人年龄、退休日期相匹配的标准化混合投资产品，典型产品为目标日期基金
专业管理账户	个人	给予个人年龄、退休日期，基金经理提供个性化的投资组合
平衡基金	个人	为投资者提供比例确定的投资组合，实现投资资产的多样化、流动性、风险等，典型产品为目标风险基金
资本托管产品	不足 120 天的参与者	为不足 120 天的账户参与者提供的保本产品，账户参与人选择在 120 天以内退出，可以避免惩罚性的税收 (10%)

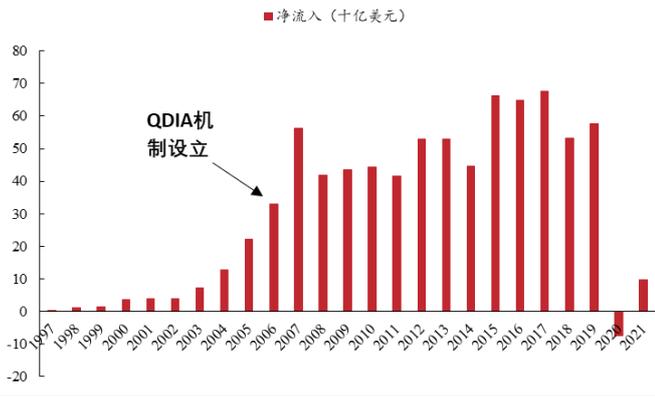
资料来源: 东亚前海证券研究所

1) 生命周期基金

QDIA 推动养老金进入目标日期基金市场。生命周期基金中最具有代表性的产品是目标日期基金 (TargetDate Fund)。目标日期基金会设定一个

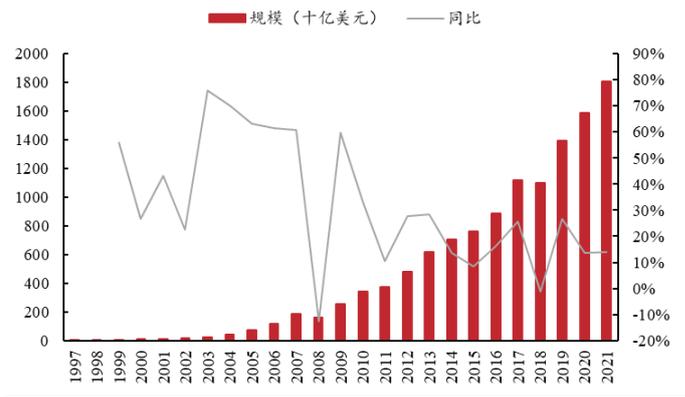
日期（一般为退休年龄），随着时间的变化，资产组合中的权益比例逐步下降，非权益资产比例上升，从偏股型转变为平衡型，最后变为稳健型。目标日期基金的收益通常随着时间变化下降，抗风险能力上升，是为个人养老投资需求设计的品种。自 2006 年 QDIA 机制设立后，养老金涌入，目标日期基金净流入及规模大幅增长。截止至 2021 年底，美股目标日期基金规模为 1.8 万亿美元，2006 年至 2021 年 CAGR 为 20.2%。

图表73. 目标日期基金净流入



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

图表74. 目标日期基金规模及同比

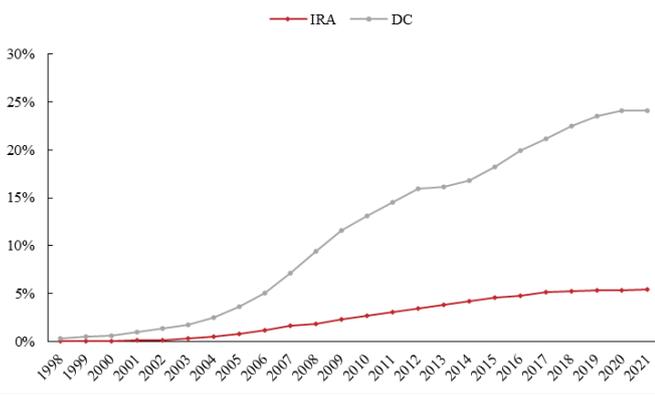


资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

DC 计划配置目标日期基金比例较高。根据 ICI 数据，2006 年后通过 IRA、DC 计划持有目标日期基金占共同基金规模比例显著提升，2021 年分别达到 5.4%、24.1%。

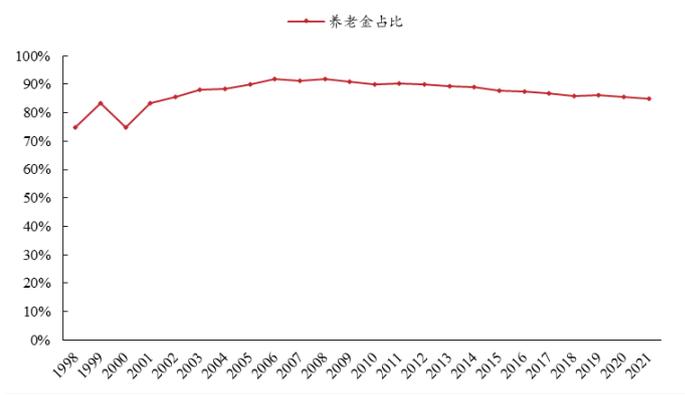
目标日期基金中养老金比例超 80%。IRA、DC 计划养老金占目标日期规模比重维持稳定，2021 年为 84.9%。

图表75. 养老计划投资目标日期基金比例



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

图表76. IRA、DC 计划在目标日期基金中的比例



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

目标日期和下滑曲线是目标日期基金的两大核心要素。美国一般退休年龄为 65 岁，投资者可以选择自身退休年份为目标日期的基金。以先锋基金为例：截止至 2022 年 6 月，先锋目前有 12 支以 5 年为间隔的目标日期基金，退休日期从 2015 年至 2065 年。其中，退休日期为 2065 年的基金，主要面向 18-24 岁左右的年轻人；退休日期为 2060 年的基金，主要面向 25-29 岁的中青年人群。基金遵循大类资产长期配置比例随时间调整的路

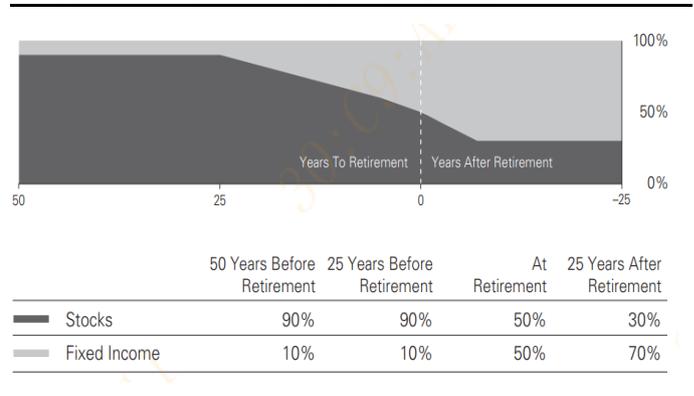
径形成目标日期基金的下滑曲线。下滑曲线指导公司权益及固收配置比例变化，平衡风险及收益，使得基金投资效果符合长期养老目标。如先锋基金的目标日期产品，根据下滑曲线可知，在目标日期的 25 年前，基金配置的权益比例为 90%，而后逐步下降至 30%。

图表77. 先锋目标日期基金产品（部分）

Fund name	Birth year	Years to retirement
VLXVX Target retirement 2065	1998-2003	About 45 more years
VTTSX Target retirement 2060	1993-1997	About 40 more years
VFFVX Target retirement 2055	1988-1992	About 35 more years
VFIFX Target retirement 2050	1983-1987	About 30 more years
VTIVX Target retirement 2045	1978-1982	About 25 more years
VFORX Target retirement 2040	1973-1977	About 20 more years

资料来源：先锋基金官网、东亚前海证券研究所

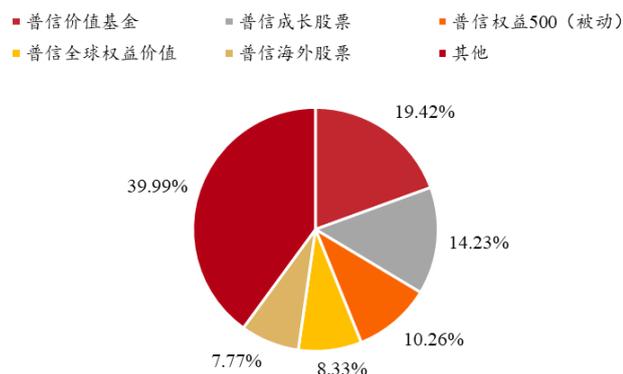
图表78. 先锋目标日期基金下滑曲线



资料来源：先锋基金官网、东亚前海证券研究所

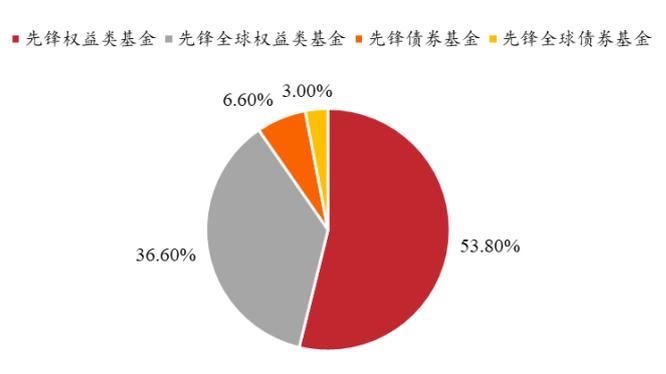
目标日期基金主要以 FOF 形式存在。美国超 97% 的目标日期基金主要以 FOF 形式存在，并投资于自身旗下的其他基金实现收益目标，如：Vanguard、Fidelity 和 T Rowe. Price。同时依据是否主动管理，可以将目标日期基金分为主动型和被动型。母基金以主动型为主，被动型子基金相对于主动型有费用低、透明度高优势，更受到投资者的青睐。T. Rowe Price 目标日期为 2055 年的基金为典型的主动型 FOF 产品，前五大持仓基金中有 4 支为主动管理型基金。Vanguard 目标日期 2065 年的基金是典型的子基金为被动型的 FOF 产品：53.80% 投资于国内指数基金、36.60% 投资于国外指数基金、6.60% 投资于国内债券指数基金、3.00% 投资于国外债券指数基金。

图表79. 普信 2055 年目标日期基金持仓



资料来源：普信官网、东亚前海证券研究所

图表80. 先锋 2065 年目标日期基金持仓



资料来源：先锋基金官网、东亚前海证券研究所

目标日期基金的投资范围较广。目标日期基金除了可以投资于权益、债券类基金外，部分基金还可直接投资于底层股票，同时还可投资于商品基金、房地产基金等另类资产。

大多基金在母基金层面不收管理费。由于各公司目标日期基金以 FOF 形式存在，同时投资于自身的指数或主动管理基金，为提高竞争力，普遍在母基金层面不收管理费，仅收取子基金的管理费。但少部分公司的部分基金在子基金层面不收管理费，而收取母基金管理费。

图表81. 多种目标日期基金费率

公司	产品	子基金年费率	母基金年费率	子基金类型
先锋基金	Vanguard Target Retirement 2065 Fund	0.08%	0%	被动型
普信	Retirement 2055 Fund (TRRX)	0.64%	0%	主动型
富达	Fidelity Freedom Index 2055 Fund Investor Class	0.12%	0%	被动型
富达	Fidelity Freedom 2050 Fund	0%	0.75%	主动型

资料来源：各公司官网，东亚前海证券研究所

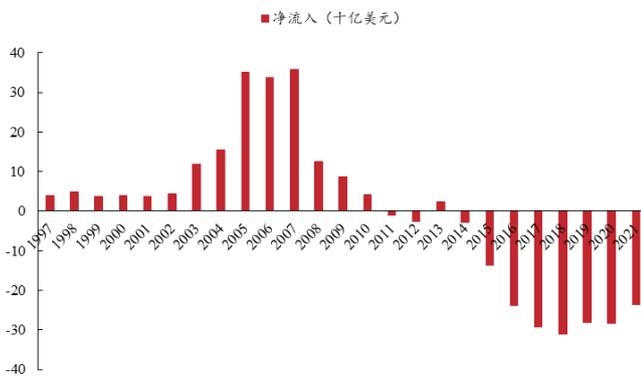
2) 专业管理账户

专业管理账户由受托人直接管理。投资经理根据参与者的年龄、退休日期、合理分配资金进行投资服务，实现资产增值。只有当投资管理服务对参与人或受益人的账户拥有自主选择权的时候，这个投资管理服务才有资格成为 QDIA 的一部分。

3) 平衡基金

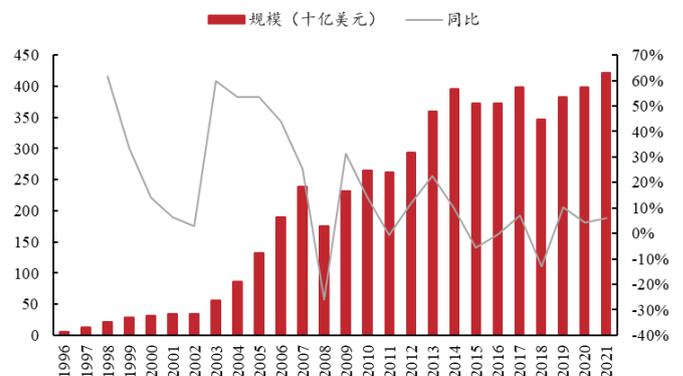
目标风险基金通过平衡权益及固收比例把控风险。平衡基金中最具有代表性的产品是目标风险基金 (TargetRisk Fund, TRF)，也称作生活方式基金 (Lifestyle Fund)。该基金通过控制权益和固定收益在基金资产中的比例控制风险恒定，满足不同风险偏好的客户。2006 年的 QDIA 将目标风险基金设为默认投资产品，但并未因此为基金带来明显增量流入。由于基金的灵活性不足，被动基金兴起，目标风险基金自 2014 年起持续净流出，规模保持相对稳定。2021 年，目标风险基金规模为 4220 亿美元，2016 年至今 CAGR 仅为 5.5%。

图表82. 目标风险基金净流入



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

图表83. 目标风险基金规模及同比

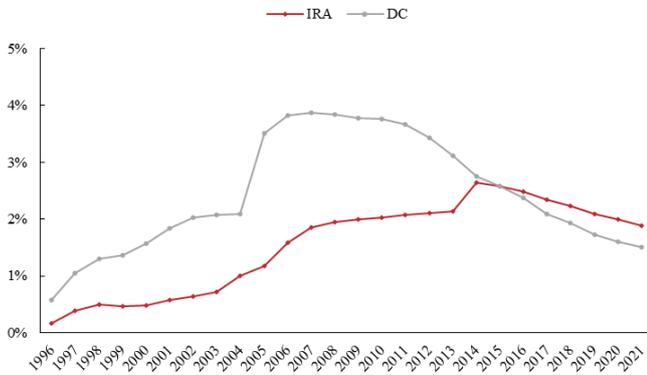


资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

IRA 及 DC 计划并非为目标风险基金的主要资金来源。目标风险基金占 DC、IRA 投资共同基金规模比例较低，2021 年仅为 1.5%、1.9%，且比

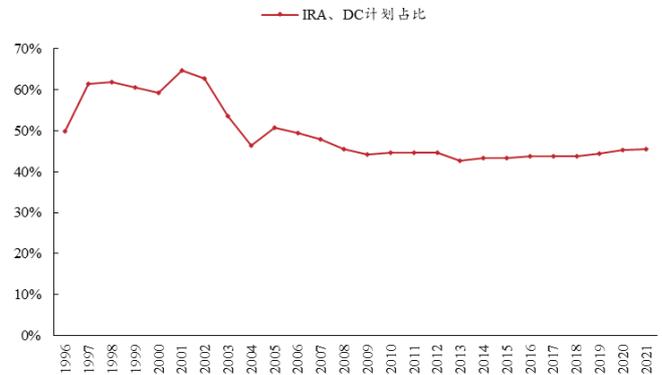
例自 2013 年后持续下滑。以 IRA、DC 计划的养老金占目标风险基金规模比例约为 45.5%（2021 年）。目标风险基金的主要资金来源为非免税的养老金及其他类型投资者。

图 84. 养老计划投资目标风险基金比例



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

图 85. IRA、DC 计划在目标风险基金中的比例



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

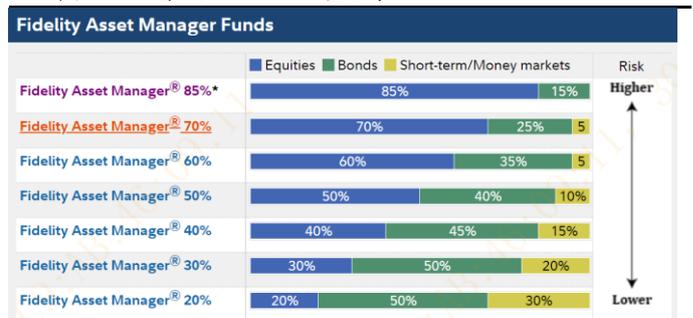
目标风险基金采取 FOF 形式，明确配置比例。与目标日期基金类似，目标风险基金也采取 FOF 形式，并根据权益配置比例的不同，分为多个等级，并对每一个等级的比例进行严格规定。同时，根据母、子基金的资产类别分为主动型基金及被动型基金。先锋基金的 LifeStrategy 基金系列提供四类被动目标风险基金，风险等级为 2-4，权益配置比例为 20%、40%、60%、80%；富达将风险目标基金分为 7 类，均为主动管理型，权益配置比例从 20% 至 85%。先锋等被动型基金严格按照比例配置，主动型基金的比在原先设定的基础上略有上浮或下降，但幅度一般不超过 10%。

图 86. 先锋目标风险基金产品

Fund name	Investment time horizon	Target allocation	Risk potential
VASIX LifeStrategy Income Fund	3 to 5 years	20% stocks 80% bonds	2
VSCGX LifeStrategy Conservative Growth Fund	More than 5 years	40% stocks 60% bonds	3
VSMGX LifeStrategy Moderate Growth Fund	More than 5 years	60% stocks 40% bonds	3
VASGX LifeStrategy Growth Fund	More than 5 years	80% stocks 20% bonds	4

资料来源：先锋基金官网、东亚前海证券研究所

图 87. 富达目标风险基金产品



资料来源：富达官网、东亚前海证券研究所

投资资产广泛且灵活。各公司的目标风险基金一般投资于自身的股票及债券基金，但部分机构允许基金投资于衍生品、REITs 等房地产资产、商品及垃圾债券，甚至可以投资于对冲基金等私募基金（如富达产品）。

费率按照权益持仓比例增加而上升。先锋四个目标风险基金的费率按照 20%-80% 权益配置比例设置为 0.11%-0.14%；富达七个目标风险基金的费率按照 20%-85% 权益配置比例设置为 0.51%-0.70%。

图表88. 先锋、富达目标风险基金费率

公司	产品	权益配置比例	费率
先锋基金	LifeStrategy Income Fund	20%	0.11%
	LifeStrategy Conservative Growth Fund	40%	0.12%
	LifeStrategy Moderate Growth Fund	60%	0.13%
	LifeStrategy Growth Fund	80%	0.14%
富达	Fidelity Asset Manager 85%	85%	0.70%
	Fidelity Asset Manager 70%	70%	0.67%
	Fidelity Asset Manager 60%	60%	0.68%
	Fidelity Asset Manager 50%	50%	0.62%
	Fidelity Asset Manager 40%	40%	0.52%
	Fidelity Asset Manager 30%	30%	0.52%
	Fidelity Asset Manager 20%	20%	0.51%

资料来源：先锋基金官网、富达官网，东亚前海证券研究所

4) 资本托管产品

主要为缴款客户提供免税收惩罚的退出渠道。资本托管产品是一类回报率合理、具有流动性、风险近乎于零的金融产品，如货币基金、稳定价值型产品。此类产品必须以保证资产的货币计量价值为目的，受到市场良好的监管。但该产品主要目的是给予刚加入养老金账户并在 120 天内选择退出方案的缴款客户免于受税收惩罚。因此，规定持有该产品的天数不可超过 120 天（即第一笔缴款发生日起 120 天内）。

3.2.3. 良好的投资回报

受益于美股长期走牛，养老金产品整体收益率可观。美国养老金产品投资于共同基金比例高，共同基金的收益率上行也拉动整体美国养老产品回报。1992 年至 2021 年，共同基金整体收益率仅在互联网泡沫及 2008 年经济危机时出现明显负增长，其余时间段普遍能够取得 10% 以上的投资收益率。良好的投资回报成为养老金受热捧的重要动力。

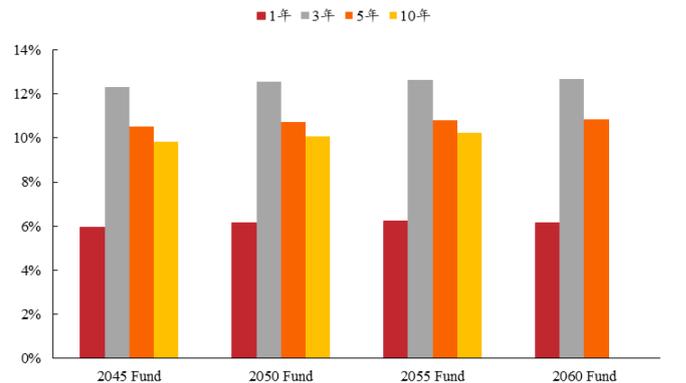
以养老为目的目标日期基金在长时间维度能够实现较高年均收益率。根据普信数据，截止至 2022 年一季度末，标普 2055 年的目标日期基金在 1 年、3 年、5 年、10 年的时间维度上，年平均收益为 6.24%、12.65%、10.80%、10.25%；标普 2045 年的目标日期基金在 1 年、3 年、5 年、10 年的时间维度上，年平均收益为 5.96%、12.30%、10.51%、9.83%，均保持良好的复合增长率。长时间持有目标日期基金能够平滑收益，实现更高的年均收益。

图89. 共同基金及标普 500 收益率



资料来源：ICI、Wind，东亚前海证券研究所

图90. 标普 500 目标日期基金年平均收益率 (2022Q1)



资料来源：普信，东亚前海证券研究所

3.2.4. 灵活的账户转换

账户制使得二三支柱间可以灵活转换。无论是 401 (k) 还是 IRA，均为受益人名下账户，因此不同支柱账户之间可以灵活转换，如 401 (k)、403 (b) 和 457 等第二支柱账户能够在用户离职后转向个人的 IRA 账户，拥有 IRA 账户个人入职后可以开设 401 (k)，与原有 IRA 账户并不冲突。在同一支柱内，罗斯模式一般不能向传统模式转换，如罗斯 IRA 不能转为其他账户，而传统 IRA 基本可以转向各类计划。

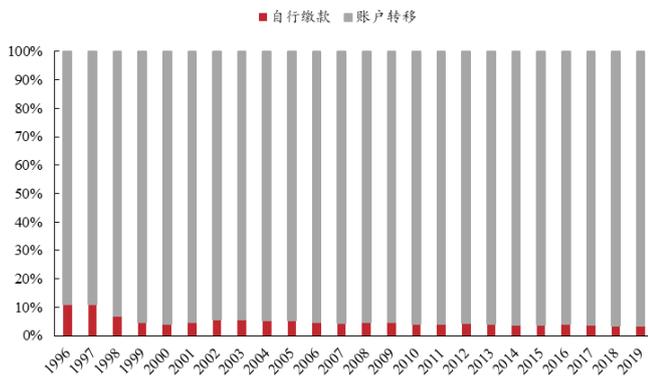
图91. 美国养老账户之间的转换

	401 (k)	403 (b)	457	传统 IRA	罗斯 IRA	SEP IRA	SIMPLE IRA
401 (k)	/	√	√	√	√	√	√
403 (b)	√	/	√	√	√	√	√
457	√	√	/	√	√	√	√
传统 IRA	√	×	√	/	√	√	√ 设立两年后
罗斯 IRA	×	×	×	×	/	×	×
SEP IRA	√	×	√	√	√	√	√ 设立两年后
SIMPLE IRA	√	×	√	√	√	√	√ 设立两年后

资料来源：美国国税局，东亚前海证券研究所

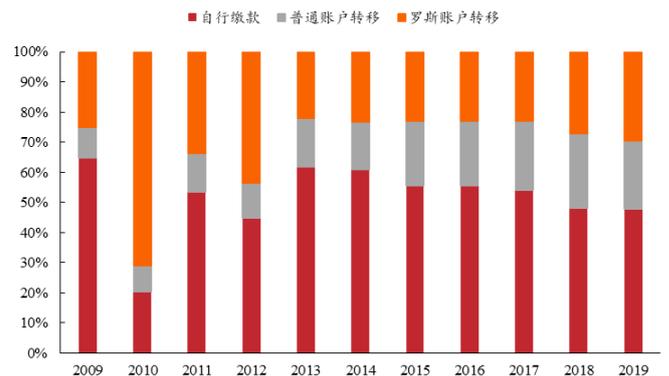
IRA 账户的规模大多源于其他账户转换。根据 ICI 2019 年数据，传统 IRA 净流入共 5558 亿美元，其中 5357 亿美元来自雇主支持计划转入，占比 96.4%。罗斯 IRA 由于主要面向部分较低收入的居民，自行定期缴款的比例为 47.9%，比例远高于传统 IRA。因此，美国 IRA 规模的发展很大程度得益于美国完善的第二支柱体系，以及账户制下的灵活的账户转移制度。

图表92. 传统 IRA 净流入结构



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

图表93. 罗斯 IRA 净流入结构



资料来源：ICI、东亚前海证券研究所

3.3. 美国经验：第二支柱发展和产品需求匹配是关键

养老金缴纳的最大动力来源于免税。无论是第二支柱还是第三支柱，免税是促进公司以及个人进行养老金缴纳的关键。税优政策中的免税额度应与通胀及物价水平挂钩的，提高缴纳人的积极性，提高账户规模。

养老金最大的市场在第二支柱。做大做强第二支柱是美国养老金能够有庞大规模的保证，同时也培养了社会养老意识。企业的免税额度远高于个人，重视员工福利的公司会为员工缴纳更高的养老金，使得企业及个人的收益最大化。此外，美国第三支柱的大部分养老金来源于第二支柱的转移。因此，企业年金是做大养老资金池的重要资金来源。

养老金账户制是做大第三支柱的底层基础。账户制的优势在于：1) 在成立之初即可确定账户归属；2) 投资收益清晰可见，增强受益人的持有体验，提高向账户内缴款积极性；3) 打通二、三支柱后，能够实现不同支柱的账户转移。

养老金需要实现产品与需求的匹配。一方面，不同人群的养老需求不同，就需要多种产品满足个性化要求。多种金融资产、多种配置比例、多种税优方式是扩大养老金受众的关键。另一方面，针对长时间持有不因短期波动而赎回，需要政策在账户或产品端设定限制。若投资者提前取款，则会受到惩罚。同时需要保持账户的灵活性，可以提供贷款、特殊情况取款、账户间的转移等制度，提升缴费意愿。

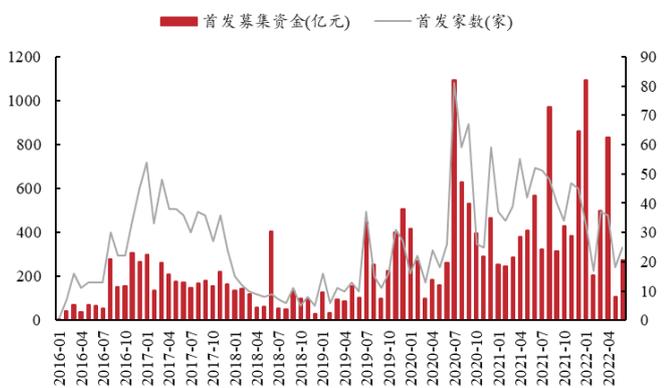
共同基金成为主流配置品种，需要权益市场和产品端共同发力。持续长牛的权益市场能够提高投资者持有信心，市场机构化能够熨平投资波动。成熟的共同基金市场，高度自由的账户制，使得投资者拥有较多选择权，投资者仅需在账户内进行配置比例的重分配，就能实现风险承担程度的调整，而非直接赎回。此外，美国大多金融资产都由专业的投顾管理，持有更加理性，减少了因净值波动而大规模赎回的情况。

4. 我国公募基金、养老金发展情况

4.1. 我国的公募市场进入快速发展期

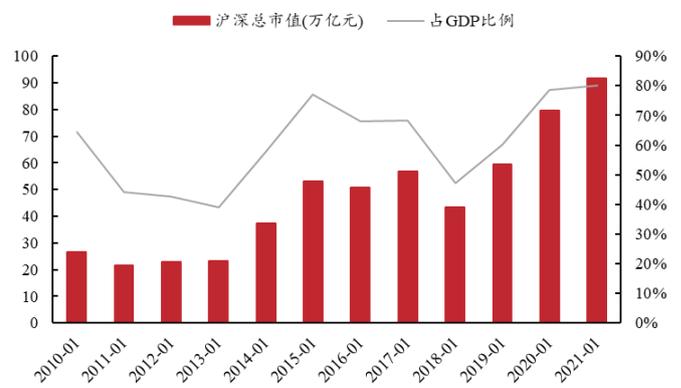
注册制推动权益市场高速发展。科创板设立并实行注册制以及创业板注册制改革落地，加速了我国权益市场的发展。自 2019 年起，我国 IPO 上市企业激增，首发规模快速增长。2019-2021 年，A 股一共实现 IPO 上市 1163 家，融资规模达 1.27 万亿元。IPO 提速使得权益市场总市值呈现高增长。2021 年末，A 股总市值达 91.61 万亿元，较 2018 年末增长 110.6%，占 GDP 比重也由 47.3% 提升至 80.1%。

图表94. IPO 规模及家数



资料来源：Wind、东亚前海证券研究所

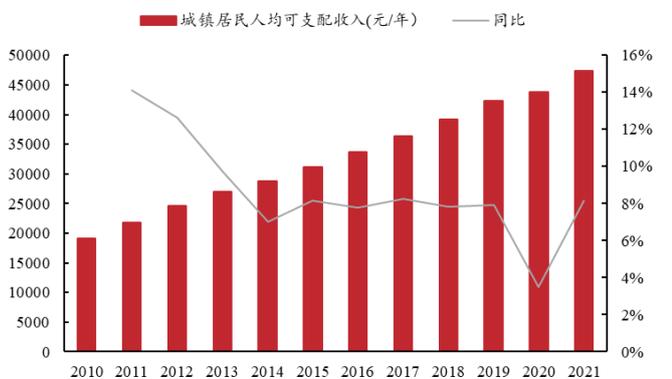
图表95. 沪深总市值及占 GDP 比例



资料来源：Wind、东亚前海证券研究所

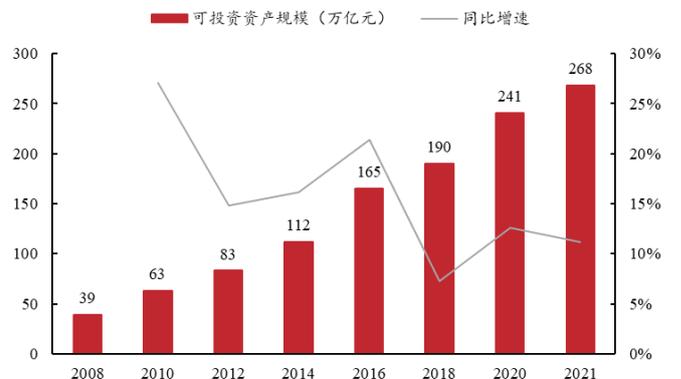
居民个人可支配收入提升，投资资产迎来高增长。我国经济经过长期高速发展，个人可支配收入显著提升。2021 年，我国城镇居民年均可支配收入为 4.74 万元，同比增长 8.2%，2010-2021 年 CAGR 为 8.6%。居民可支配收入水平增长带来个人可投资资产从 2008 年 39 万亿元提升至 2021 年的 268 万亿元，CAGR 为 16.0%，远高于 GDP 增速。

图表96. 城镇居民人均可支配收入及同比



资料来源：Wind、东亚前海证券研究所

图表97. 个人可投资资产总额及同比

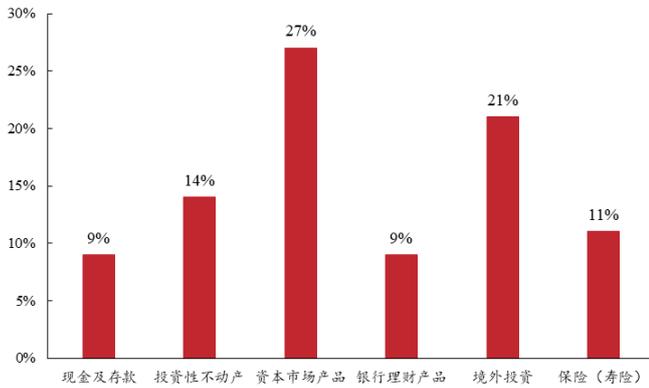


资料来源：《2021 中国私人财富报告》，东亚前海证券研究所

财富配置偏好变化，公募基金受热捧。根据《2021 中国私人财富报告》，从投资资产内部结构看，资本市场产品（股票、公募基金、新三板

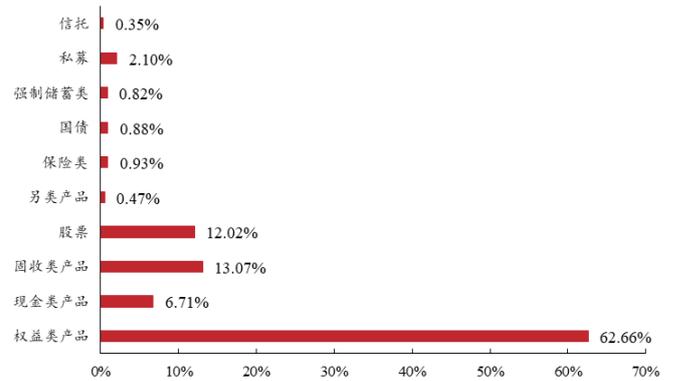
和债券) 2018-2020 年 CAGR 达 27%，远超出其他投资资产。根据《居民理财行为洞察报告》，2021 年，超 62% 投资者的权益类产品投资比重增加最多。在“房住不炒”、“银行理财产品不能保本”、信托暴雷的背景下，以公募基金为主的资本市场产品的保有规模有望维持高增长，在个人财富资产配置中的占比有望持续提升。

图表98. 2018-2020 年各投资资产规模年复合增速



资料来源：《2021 中国私人财富报告》，东亚前海证券研究所

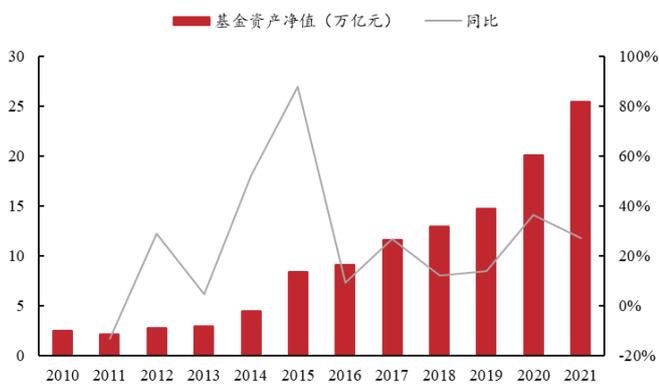
图表99. 投资比重增加最多的金融产品



资料来源：《居民理财行为洞察报告》，东亚前海证券研究所

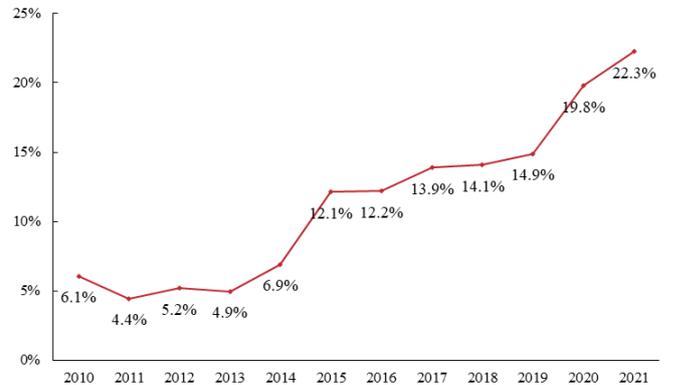
基金净值规模在过去十年快速增长。截止至 2021 年末，我国公募基金净值规模达 25.45 万亿元，同比增长 26.9%，延续 2020 年的高增长（2020 年同比增长 36.5%）。过去十年，公募基金迎来规模的快速扩张，CAGR 为 17.4%，占 GDP 比例从 2011 年的 4.4% 提升至 2021 年的 22.3%。

图表100. 基金资产净值及同比



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表101. 基金净值占 GDP 比重



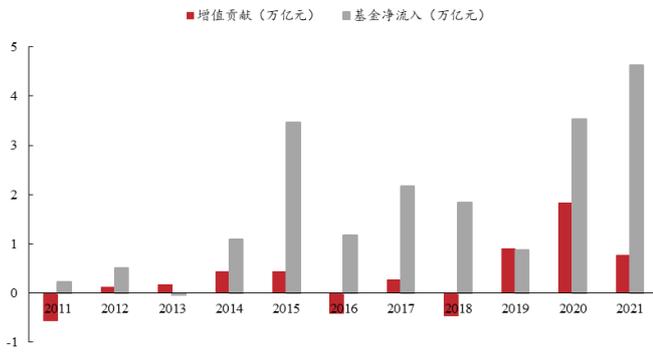
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

我国基金净值增长仍源于资金净流入。拆分基金净值提升因素，2011-2021 年，基金份额提升 19.26 万亿，资金净值提升 23.29 万亿，则通过基金自身增值对净值贡献约为 4.03 万亿。分拆至每年来看，自 2014 年起，公募基金均保持净流入。除了 2019 年，其余年份资金净流入对净值贡献远大于自我增值。

货币型基金占比较高，债券类基金占比提升。我国公募基金结构中，货币类基金占比最高，2021 年末占比达 37.1%。债券型基金占比从 2011 年的 6.09% 提升至 2021 年的 28.52%。FOF、REITs 等不同投资品种类型的

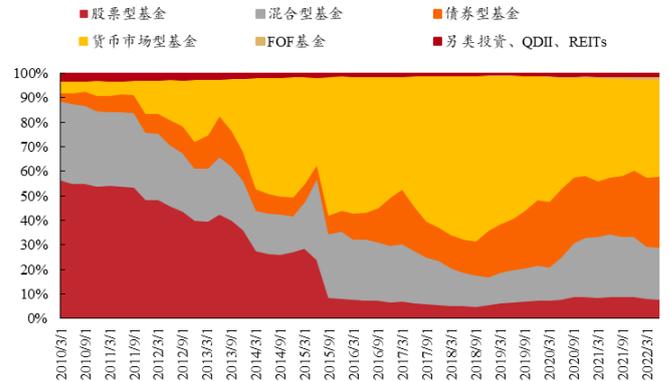
基金近几年也在逐步发展。

图表102.公募基金自我增值及基金净流入



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表103.公募基金市场结构



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

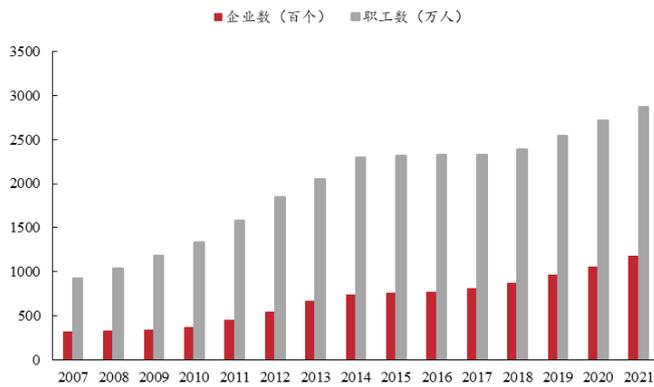
4.2. 养老三支柱体系失衡，第三支柱仍为萌芽

第一支柱覆盖面广，但压力逐渐增大。目前我国已经建立了健全的基本养老保险制度。截止 2022 年 4 月，我国城镇职工、城乡居民养老保险参保人数已达 10.3 亿人，整体参保率在 92% 以上。在第二支柱企业年金上，绝大多数企业并未设立企业年金，是我国养老三支柱体系中的重要短板。第三支柱个人养老金上，目前仍主要依赖于商业养老年金，整体规模较小。随着我国年龄结构转变，老龄化加速，养老体系第一支柱压力逐渐增大。

我国建立了以职业年金及企业年金的第二支柱体系。我国第二支柱分为两类，一类是面向公职人员基本养老之外的职业年金补充养老保险，是强制性的；二类是企业及其职工自愿建立的企业年金养老保险。

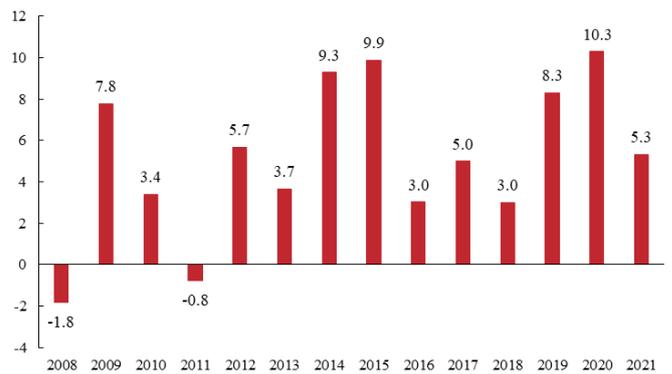
企业年金覆盖面仍很低。2007 年起，企业年金参保人数及规模迅速增长，至 2021 年的 CAGR 分别为 8.4%、22.6%，但整体覆盖面依然很低。截止至 2021 年底，设立企业年金的企业数为 11.7 万个，与全国数以千万计的企业总量相比仍较少。企业年金的覆盖人数仅为 2875 万人，在城镇职工参保人数 4.89 亿人中仅占 5.9%。企业年金保持了较好的投资收益率，大多数年份保持在 3% 以上。企业年金能够为雇员提供良好的投资回报。2021 年，全国企业年金结存余额为 2.6 万亿元，加权平均收益率为 5.33%。

图表104.企业年金覆盖企业数、职工人数



资料来源：人社部，东亚前海证券研究所

图表105.企业年金加权平均收益率 (%)



资料来源：人社部，东亚前海证券研究所

职业年金发展迅速。根据人社部数据，2021年，职业年金累计结余为1.34万亿元，基金投资规模1.29万亿元，全年累计收益超1010亿元，投资收益率接近10%。职业年金目前已基本实现4千多万事业单位在编人员全覆盖。虽然规模低于企业年金，但由于其具有强制性，未来规模有望稳步增长。

我国已从顶层设计上开启第三支柱体系建设。第三支柱建设关键是激发居民购买养老类金融产品的积极性，相关顶层设计政策陆续出台。养老型目标公募基金、税优递延商业保险、商业养老保险、商业养老理财、个人账户制养老金等政策陆续出台。政府层面通过政策完善养老产品供给，满足差异化的养老需求。

我国已有多类型养老产品，账户制或为连接纽带。我国目前有多种类型的养老产品，包括养老目标基金、税收递延型养老保险、专属养老保险、养老理财、个人养老账户。养老目标基金以及养老理财整体销售较好，分别超过1000亿元及400亿元，税延养老险及专属养老险销售则较为疲软。目前整体市场产品各自销售，且很多产品并没有税收优惠。后续个人养老账户的推出，将打破各类养老型金融产品各自发展的格局，成为第三支柱的中枢，加快我国个人养老市场发展。

图表106.第三支柱相关政策梳理

政策	时间	内容
《养老目标证券投资基金指引》	2018.2	<ul style="list-style-type: none"> 鼓励复合条件的公募基金管理公司设定老目标基金； 投资策略包括目标日期策略、目标风险策略及其他； 养老目标基金定期开放的封闭运作期或投资人最短持有期限不短于1年、3年或5年的，基金投资于股票、股票型基金、混合型基金和商品基金（含商品期货基金和黄金ETF）等品种的比例合计原则上不超过30%、60%、80%。
《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点通知》	2018.4	<ul style="list-style-type: none"> 在三地试点个人税收递延型商业养老保险。
《十四五规划及2035年远景目标纲要》	2021.3	<ul style="list-style-type: none"> “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”。第三支柱建设内容首次出现在十四五规划中。
《政府工作报告》	2021.3	<ul style="list-style-type: none"> 第三支柱内容首次出现在政府工作报告中。
《专属商业养老保险试点的通知》	2021.6	<ul style="list-style-type: none"> 6家试点保险机构，开发投保简便、交费灵活、收益稳健的专属商业养老保险产品。消费者达到60周岁及以上方可领取养老金，且领取期限不短于10年。
《开展养老理财产品试点的通知》	2021.9	<ul style="list-style-type: none"> 工银理财、建信理财、招银理财、光大理财分别在三个区域试点养老理财产品，单个总规模控制在100亿元以内；
《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》	2022.3	<ul style="list-style-type: none"> 养老理财产品试点地区扩大至十地，增加试点机构，增加原有试点机构的理财产品募集额度。
《推动个人养老金发展的意见》	2022.4	<ul style="list-style-type: none"> 实行账户制度，缴费完全由个人承担； 可由参与人在符合规定的商业银行指定或者开立，也可以通过其他符合规定的金融产品销售机构指定，在符合规定的金融机构或者其依法合规委托的销售渠道购买规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品； 上限为12000元，并能够享受税收优惠； 账户中的资产可继承。

资料来源：国务院，东亚前海证券研究所

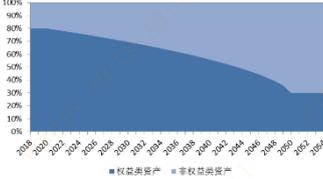
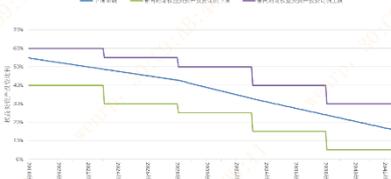
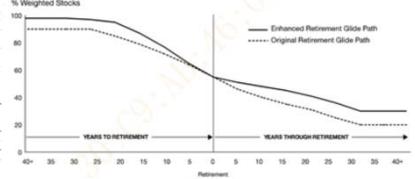
图表107.多种第三支柱养老产品对比

	养老目标基金	税收递延养老保险	专属养老保险	养老理财	个人养老账户
发行机构	公募基金	保险公司	保险公司	银行理财	/
税收优惠	无	无	有	无	有
税收额度	无	1.2万元/年	无	无	1.2万元/年
产品分类	两类：固定日期型、固定风险型	三类：收益确定型、收益保底型、收益浮动型	积累期有多种风险偏好的投资组合供受益人选择	无分类	/
投资资产	权益、固收、存款类等金融资产	不同类型投资资产不同	不同投资组合投资资产不同	以固定收益为主	/
投资比例	固定风险基金投资比例相对固定，固定日期基金投资比例按照时间调整	/	不同组合投资比例不同，风险越高投资组合权益比例越重		/
销售情况	已突破1000亿元	截止至2020年末，销售规模仅为4.26亿元	截止至2022年5月末，保费规模约为15.7亿元	已超400亿元	/

资料来源：东亚前海证券研究所

我国的养老目标基金与国外仍有较大差异。以汇添富养老 2050 五年持有混合 (FOF)、易方达汇诚养老目标日期 2043 三年持有期混合 (FOF)、以及普信 Retirement 2045 Fund 为例, 对比分析发现: 1) 我国目标日期基金成立距目标期较短, 且拥有一定的限售期; 2) 我国基金的下滑曲线呈曲线下滑或阶梯式下滑形态, 普信的则为分为“平缓-下降-平缓”三大阶段; 3) 汇添富、易方达的权益配置比例低于普信。

图表108. 目标日期基金对比

	汇添富养老 2050 五年持有混合 (FOF)	易方达汇诚养老目标日期 2043 三年持有期混合型基金中基金 (FOF)	Retirement 2045 Fund
公司	汇添富	易方达	普信
基金类型	主动 FOF 型	主动 FOF 型	主动 FOF 型
成立时间	2019-5	2018-12	2005-06
成立距目标日期	30 年	25 年	40 年
持有封闭期	五年	三年	开放型
投资资产结构 (2022Q1)	基金投资 86.15% 银行存款等资产 9.58% 其他 4.27%	基金投资 88.56% 银行存款等资产 3.65% 固定收益类投资 4.98% 其他 2.81%	基金投资 约为 90.68% 固定收益类投资 4.24% 现金 4.91% 其他 0.17%
下滑曲线			
权益、债券比重 (2021 年)	权益: 70.1% 债券: 10.0%	权益: 55.1% 债券: 31.1%	权益: 90.68% 债券: 4.24%
申购费	100 万以下: 1.20% 100-199 万: 0.80% 200 万-499 万: 0.50% 500 万及以上: 1000 元/笔	100 万以下: 1.20% 100-199 万: 1.00% 200 万-499 万: 0.60% 500 万及以上: 1000 元/笔	/
管理费	0.9%	0.9%	0.62%
赎回费	/	/	/
托管费	0.2%	0.15%	/
三年投资收益率 (至 2022/6/24)	42.97%	31.33%	32.76%
年平均收益率	14.32%	10.44%	10.92%

资料来源: 汇添富官网、易方达官网、普信官网, 东亚前海证券研究所

4.3. 公募基金发展迎来新起点

用各项指标对比美国, 我国公募基金市场相当于美国 1990-1991 年。我国目前公募基金占居民可投资资产及 GDP 比重分别约为 10% 及 22.3%, 对应美国 1991 年比例约为 10% 及 22.6%。我国过去十年基金净值的增长由资金净流入贡献, 与美国 1976-1990 年的情况类似。此外, 1991 年开始, 美国开启了互联网革命, 各大互联网巨头的股价暴涨为美国资本市场创造

了巨大的财富效应。而目前在全球“碳中和”背景下，诞生了如宁德时代、隆基绿能等新能源巨头，也为中国投资者创造了可观的财富增长。

图表109.第三支柱相关政策梳理

	中国 2021 年	美国 1991 年
基金净值规模	25.5 万亿元	1.4 万亿美元
占 GDP 比例	22.3%	22.6%
占居民可投资资产比例	约 10%	约 10%
上一阶段规模增长驱动因素	资金净流入为主	资金净流入为主
资本市场因素	2019 年后，高科技企业、新能源企业纷纷上市，新能源巨头股价大幅增长，推动权益市场财富效应	1991 年起开启互联网革命，带动科技巨头股价暴涨，推动权益市场财富效应。
养老金投资共同基金比例		约 13%
养老金入市	加速入市	加速入市

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

个人养老金入市，公募基金行业开启发展新纪元。2022 年 6 月 24 日，为推进多层次、多支柱养老保险体系建设，规范个人养老金投资公募基金业务，证监会起草了《个人养老金投资公募基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》（以下称“征求意见稿”），向社会公开征求意见。该征求意见稿对个人养老金购买共同基金在基本要求、产品管理、销售管理与信息服务、监督管理等方面做了规定。这意味着，未来将有大规模的个人养老金投资公募基金，助力行业增长。

图表110.征求意见稿内容梳理

	具体内容
考核及评价	<ul style="list-style-type: none"> 对个人养老金投资基金业务、产品业绩、人员绩效的考核周期不得短于 5 年； 业绩评价期限 5 年以上，不得使用单一指标进行排名，不得进行短期收益和规模排名。
基金赎回	<ul style="list-style-type: none"> 基金管理人、基金销售机构应当确保基金份额赎回等款项转入个人养老金资金账户； 办理个人养老金投资基金继承等事项的，应当通过份额赎回方式办理。
产品管理	<ul style="list-style-type: none"> 人应当根据不同生命周期阶段投资人的养老投资需求，开发满足不同养老投资偏好的基金产品； 最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元的养老目标基金； 对个人养老金基金实施名录管理，每季度末在官网、基金行业平台、信息平台等更新个人养老金基金名录。出现违规情形，将移除出名录。
份额管理	<ul style="list-style-type: none"> 应当针对个人养老金投资基金业务设立单独的份额类别。该份额类别不得收取销售服务费，并建议设置减免申购限制或各项费率来鼓励长期投资行为。
销售机构条件	<ul style="list-style-type: none"> 最近 4 个季度末股票基金和混合基金保有规模不低于 200 亿元，其中，个人投资者持有的股票基金和混合基金规模不低于 50 亿元；无处罚、无违法违规等其他条件； 对个人养老金基金销售机构实施名录管理，每季度末在官网、基金行业平台、信息平台等更新个人养老金基金销售机构名录，不符合条件将被移出。
账户服务	<ul style="list-style-type: none"> 可为投资人办理个人养老金基金专用交易账户； 可以协助投资人通过商业银行等渠道在信息平台开立个人养老金账户； 可以协助投资人办理在商业银行在线开立或者关联本人唯一的个人养老金资金账户业务； 可以为投资人办理个人养老金资金账户变更后的新增或者变更结算账户业务； 为投资人办理其他基金份额向个人养老金基金份额转换业务、提供默认投资选择等服务

资料来源：证监会，东亚前海证券研究所

由于我国第二支柱较为薄弱，期待第三支柱刺激政策进一步出台。美国 IRAs 养老金规模较大主要源于第二支柱向第三支柱的转换，居民自愿向 IRAs 账户缴纳费用占比偏低。由于我国的第二支柱企业年金渗透率低且目前无法向养老个人账户转移，我国第三支柱建设仅能够依靠个人额外缴费贡献。因此，个人养老金的顶层设计仍需要进一步完善，以激发居民缴费积极性。

美国养老金在 1991 年后加速入市，与权益市场的长牛一起推动公募基金规模增长，1990-2000 年 CAGR 为 20.6%。随着我国个人养老金、社保基金的入市，我们预计我国公募基金规模有望进入新一轮高速增长期。

5. 个人养老金入市对券商及部分标的影响测算

5.1. 个人养老金入市对券商行业影响

我们假设个人养老金账户及投资公募基金在 2025 年全国全面实施：

参加计划人群假设：2018 年财政部副部长程丽华公开表示：“个人所得税的纳税人占个税改革后城镇就业人员的比例将由现在的 44% 降至 15%”，我们保守估计 15% 比例不变，以 2021 年城镇就业人口 4.68 亿人计算，纳税人数约为 7000 万人。中性假设下，2025 年参加计划人群 4000 万人，至 2030 年达 6000 万人。

个人养老金额度假设：依据《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》，我国目前的养老金额为 12000 元/年，目前该额度水平依然较低。参考美国，我们预计随着通胀及物价水平调整，额度在未来会有所提高。我们预计个人养老金额度将从 2025 年的 12000 元/年提升至 2030 年的 15000 元/年。

投资公募基金比例：依据美国 IRA 投资资产比例，保险类资产占比低于 10%，共同基金及其他资产占比超 90%。我们预计个人养老金账户投资资产选择有限，公募基金投资比例较大，我们预计 2025 年的公募基金投资比例为 70%，至 2030 年能够达到 90%。

券商代销规模占比：券商凭借自身研究能力及金融综合服务能力的优势，在代销机构中的占比从 2025 年的 20%，提升至 2030 年的 30%。

综合管理费率：根据《征求意见稿》要求，建议对养老金份额提供优惠费率。我们认为，2025 年至 2030 年综合管理费率将从 0.8% 下降至 0.6%，管理费分成比例保持不变。

仅从金融产品代销角度，个人养老金入市有望在 2030 年为券商增加

27.4 亿元营收，与整体券商营收规模相比，影响较小。

图表111.个人养老金投资于公募基金对2030年券商营收测算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
个人养老金额度（元/年）	12000	12000	13500	13500	15000	15000
参与人数（万人）	4000	4500	5000	5500	6000	6000
新增个人养老金规模（亿元）	4800	5400	6750	7425	9000	9000
投资公募基金比例	70%	70%	80%	80%	90%	90%
公募基金新增规模（亿元/年）	3360	3780	5400	5940	8100	8100
申购费比例	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
新增申购费收入（亿元）	3.36	3.78	5.40	5.94	8.10	8.10
管理费	0.80%	0.80%	0.70%	0.70%	0.60%	0.60%
管理费分成	40%	40%	40%	40%	40%	40%
当年管理费分成收入（亿元）	10.75	22.85	35.11	51.74	63.79	83.23
券商在代销机构中占比	20%	20%	25%	25%	30%	30%
券商行业收入（亿元）	2.82	5.33	10.13	14.42	21.57	27.40

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所测算

5.2. 个人养老金入市对券商部分标的影响

客户及资源领先的头部券商：以华泰证券为例。2022Q1，华泰证券在券商中非货基保有量市占率约为 10%。我们假设 2025 年公司在券商中代销个人养老金公募基金的市占率为 10%。我们预计，公司有望凭借自身零售客户优势，逐年提升市场份额，至 2030 年达到 15%。同时公司拥有华泰柏瑞 49% 股权以及南方基金 41.16% 股权。其中我们预计，南方基金凭借头部效应，个人养老金公募市场的市占率有望提升至 2030 年的 6.0%。华泰资管公募规模较小，暂不纳入计算。我们同时假设代销金融产品净利率为 95%、公募基金的净利润率为 30%，得出个人养老金入市对华泰证券在 2025 年、2030 年的归母净利润增量贡献为 0.43 亿元、5.81 亿元，与公司 2021 年归母净利润 133.46 亿元相比，有较大差距。

图表112.个人养老金投资于公募基金对华泰证券归母净利润影响测算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
券商行业收入（亿元/年）	2.82	5.33	10.13	14.42	21.57	27.40
华泰证券在券商中代销市占率（非货基）	10%	11%	12%	13%	14%	15%
基金代销收入增量（亿元）	0.28	0.59	1.22	1.87	3.02	4.11
基金代销收入利润率	95%	95%	95%	95%	95%	95%
代销净利润（亿元）	0.27	0.56	1.15	1.78	2.87	3.90
子公司公募增量						
公募基金市场管理费收入（亿元）	26.9	57.1	87.8	129.4	159.5	208.1
华泰柏瑞市占率（非货基）	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
华泰柏瑞管理费收入（亿元）	0.32	0.69	1.05	1.55	1.91	2.50
华泰柏瑞利润率	30%	30%	30%	30%	30%	30%
持股华泰柏瑞比例	49.00%	49.00%	49.00%	49.00%	49.00%	49.00%
华泰柏瑞对华泰证券利润贡献（亿元）	0.05	0.10	0.15	0.23	0.28	0.37
南方基金市占率（非货基）	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%
南方基金管理费收入（亿元）	0.94	2.28	3.95	6.47	8.77	12.48
南方基金利润率	30%	30%	30%	30%	30%	30%
持股南方基金比例	41.16%	41.16%	41.16%	41.16%	41.16%	41.16%
南方基金对华泰证券利润贡献（亿元）	0.12	0.28	0.49	0.80	1.08	1.54
华泰证券利润增量（亿元）	0.43	0.94	1.80	2.81	4.23	5.81

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所测算

零售客户占比高，优秀的第三方代销机构：以天天基金为例。2022Q1，天天基金非货基保有量占全市场的8%。我们假设2025年公司在全行业中，代销个人养老金公募基金的市占率为8%，并预计公司有望凭借自身金融生态的相互导流及零售客户端运营经验，逐年提升市场份额，至2030年达到13%。我们同时假设代销金融产品净利率为95%，得出个人养老金入市对天天基金在2025年、2030年的归母净利润增量贡献为1.07亿元、11.28亿元，分别仅占东方财富2021年归母净利润85.53亿元的1.3%、13.2%。

图表113.个人养老金投资于公募基金对天天基金归母净利润影响测算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新增申购费收入（亿元）	3.36	3.78	5.40	5.94	8.10	8.10
当年管理费收入（亿元）	10.75	22.85	35.11	51.74	63.79	83.23
天天基金市占率（非货基）	8%	9%	10%	11%	12%	13%
天天基金收入增量（亿元）	1.13	2.40	4.05	6.35	8.63	11.87
利润率	95%	95%	95%	95%	95%	95%
天天基金利润增量（亿元）	1.07	2.28	3.85	6.03	8.20	11.28

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所测算

参控股头部公募，代销能力优秀：以广发证券为例。2022Q1，广发证券在券商中非货基保有量市占率约为7%。我们假设2025年公司在券商行业中，代销个人养老金公募基金的市占率为7%，我们预计市场份额有望逐年提升，至2030年达到9.5%。同时公司拥有广发基金54.53%股权以及易方达22.65%股权，广发基金及易方达凭借头部效应及先发优势，我们预计在2030年的个人养老金公募市场的市占率有望分别提升至7%、9.5%。

我们同时假设代销金融产品净利率为 95%、公募基金的净利润率为 30%，得出个人养老金入市对广发证券在 2025 年、2030 年的归母净利润增量贡献为 0.51 亿元、6.20 亿元，与公司 2021 年归母净利润 108.54 亿元相比，有较大差距。

图表 114. 个人养老金投资于公募基金对广发证券归母净利润影响测算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
券商行业收入（亿元/年）	2.82	5.33	10.13	14.42	21.57	27.40
广发证券在券商中代销市占率（非货基）	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%
基金代销收入增量（亿元）	0.20	0.40	0.81	1.23	1.94	2.60
基金代销收入利润率	95%	95%	95%	95%	95%	95%
代销净利润（亿元）	0.19	0.38	0.77	1.16	1.84	2.47
子公司公募增量						
公募基金市场管理费收入（亿元）	26.9	57.1	87.8	129.4	159.5	208.1
广发基金市占率（非货基）	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%	7.00%
广发基金管理费收入（亿元）	1.21	2.86	4.83	7.76	10.37	14.57
广发基金利润率	30%	30%	30%	30%	30%	30%
持股广发基金比例	54.53%	54.53%	54.53%	54.53%	54.53%	54.53%
广发基金对广发证券利润贡献（亿元）	0.20	0.47	0.79	1.27	1.70	2.38
易方达市占率（非货基）	7.00%	7.50%	8.00%	8.50%	9.00%	9.50%
易方达管理费收入（亿元）	1.88	4.28	7.02	11.00	14.35	19.77
易方达利润率	30%	30%	30%	30%	30%	30%
持股易方达比例	22.65%	22.65%	22.65%	22.65%	22.65%	22.65%
易方达对广发证券利润贡献（亿元）	0.13	0.29	0.48	0.75	0.98	1.34
广发证券利润增量（亿元）	0.51	1.14	2.04	3.18	4.52	6.20

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所测算

参股头部公募，自身公募资管竞争力强：以东方证券为例。2022Q1，东方证券在券商中非货基保有量市占率约为 3.5%。我们假设 2025 年公司在券商中代销个人养老金公募基金的市占率为 3.5%，我们预计市场份额有望逐年提升，至 2030 年达到 6.0%。同时公司拥有汇添富 35.41% 股权，汇添富凭借头部效应及先发优势，我们预计公司个人养老金公募市场的市占率有望在 2030 年提升至 6%。公司全资控股东方资管，主打封闭期公募产品，拥有优秀的长期管理能力及经验，我们预计个人养老金公募市场的市占率有望在 2030 年提升至 4%。我们同时假设代销金融产品净利率为 95%、公募基金的净利润率为 30%、东方资管业务净利率 40%，得出个人养老金入市对东方证券在 2025 年、2030 年的归母净利润增量贡献为 0.36 亿元、6.22 亿元，分别仅占东方证券 2021 年归母净利润 53.71 亿元的 1.0%、11.6%，占 2020 年净利润 27.23 亿元的 1.3%、22.8%。

图表115.个人养老金投资于公募基金对东方证券归母净利润影响测算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
券商行业收入（亿元/年）	2.82	5.33	10.13	14.42	21.57	27.40
东方证券在券商中代销市占率（非货基）	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
基金代销收入增量（亿元）	0.10	0.21	0.46	0.72	1.19	1.64
基金代销收入利润率	95%	95%	95%	95%	95%	95%
代销净利润（亿元）	0.09	0.20	0.43	0.68	1.13	1.56
子公司公募增量						
公募基金市场管理费收入（亿元）	26.9	57.1	87.8	129.4	159.5	208.1
东方资管市占率（非货基）	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
东方资管管理费收入（亿元）	0.40	1.14	2.19	3.88	5.58	8.32
东方资管利润率	40%	40%	40%	40%	40%	40%
持股东方资管比例	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
东方资管对东方证券利润贡献（亿元）	0.16	0.46	0.88	1.55	2.23	3.33
汇添富市占率（非货基）	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%
汇添富管理费收入（亿元）	0.94	2.28	3.95	6.47	8.77	12.48
汇添富利润率	30%	30%	30%	30%	30%	30%
持股汇添富比例	35.41%	35.41%	35.41%	35.41%	35.41%	35.41%
汇添富对东方证券利润贡献（亿元）	0.10	0.24	0.42	0.69	0.93	1.33
东方证券利润增量（亿元）	0.36	0.90	1.73	2.92	4.29	6.22

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所测算

引导长线资金入市，有望带动免税额度外的基金投资增长。龙头券商凭借自身客户积累以及资源优势，有望率先拿到试点资格，取得先发优势，但整体对自身业绩贡献有限。个人养老金入市等长期资金进入资本市场，有望降低市场波动，提升用户持有基金体验，减少投资者申赎频次。此外，个人账户养老金理念的逐步深入，有望带动税优额度外的基金投资需求，进而带动公募基金规模在未来实现高增长。

6. 投资建议

相关标的：参股养老产品规模领先的汇添富且拥有丰富的封闭期公募产品运营经验的，养老金入市对业绩贡献弹性较大的**东方证券**；拥有大量零售潜在客户，旗下天天基金非货基保有量位居行业前列的**东方财富**；控股广发基金、参股易方达，代销基金能力较为突出的**广发证券**；资源领先于同业、零售客户数量多、非货基保有量在券商中最高的**华泰证券**。

图表116.相关标的财富数据及估值（Wind一致预测，截止至2022年7月6日）

	归母净利润（亿元）				PE				PB			
	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
东方证券	53.71	53.92	65.66	78.62	18.29	15.00	12.32	10.29	1.34	1.27	1.19	1.08
东方财富	85.53	101.04	125.78	153.74	36.99	32.26	25.92	21.20	5.47	5.10	4.26	3.53
广发证券	108.54	117.36	140.83	165.91	13.92	11.40	9.50	8.07	1.26	1.18	1.08	0.99
华泰证券	133.46	142.27	165.38	191.51	10.23	8.81	7.58	6.54	0.89	0.83	0.76	0.70

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

7. 风险提示

- 1) **个人养老金政策推进速度低于预期：**个人养老金具体政策推进缓慢，运行规范政策出台推迟，政策试点情况低于预期；
- 2) **积极性低，个人养老金参与人数不及预期：**居民个人养老意识不足，对建立个人养老金账户积极性不高；
- 3) **个人养老金投资公募比例不及预期：**个人养老金投资者选择更稳健的投资资产，投资公募基金比例较低；
- 4) **中国经济压力增大：**经济表现低迷将影响资本市场表现，进而影响公募基金表现及投资者积极性。

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，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），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 C3、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 C3、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。

分析师声明

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、竞争性因素以及东亚前海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。

分析师介绍

倪华，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，武汉大学理学学士。2014 年-2016 年新财富，批发零售行业前四（团队成员）；2017 年水晶球公募榜单，批发零售行业第二；2017 年金翼奖，商业贸易行业第三；2019 年金麒麟新锐分析师，零售行业第一。专注消费领域研究，发布多篇广为流传的深度报告。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20% 以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5% 以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

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/>