

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

个人养老金覆盖范围略超预期，利好大财富管理业务发展

2022年11月28日

分析师：

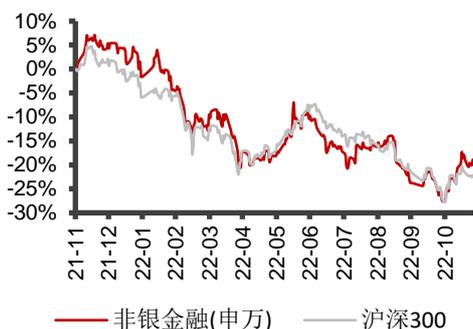
黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

非银金融与沪深300指数涨跌幅走势图



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

行业评级

强于大市

相关报告

内容提要：

11月25日，人社部、财政部、国家税务总局发布了《人力资源社会保障部办公厅财政部办公厅国家税务总局办公厅关于公布个人养老金先行城市（地区）的通知》。

个人养老金覆盖范围略超预期，自通知发出后正式启动：个人养老金先行城市名单，覆盖31个省级行政区，主要位于省会及计划单列市，合计2021年GDP超46.2万亿元，占比全国GDP的约40%，试点覆盖范围略超此前预期。

产品准入标准已明确，三大产品陆续亮相：基金方面，产品端，40家机构的首批129只养老目标基金已陆续公示名录产品新增Y份额，策略类型丰富。理财及储蓄产品方面，产品锚定无风险利率，暂未发布相关产品名单。保险产品方面，产品端，共6家公司7只产品入选，均为专属商业养老保险产品，形态以两全险尤其是年金险为主。

市场波动有望降低，利好大财富管理业务成长：个人养老金启动或为资本市场带来三方面影响：一是个人养老金第三支柱规模加速提升；二是长期资金属性及基金考核机制有望降低市场波动；三是利好券商大财富管理业务发展。投资建议方面，由于准入产品公司的品牌效应将进一步增强，此前渠道力较强或产品端长期投资能力优秀的头部机构将率先受益。建议关注渠道端客户基数扎实的东方财富、公募利润占比较高、品牌力较强的广发证券和东方证券。

风险提示：国内外疫情超预期影响业务开展及市场情绪；流动性不及预期；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；资本市场改革进程不及预期；相关假设条件不成立对证券行业业绩增长的风险；相关公司业绩增长低于预期风险；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；宏观政策和行业政策调整风险；俄乌冲突升级及外溢风险；其他黑天鹅事件风险等。

事件：11月25日，人社部、财政部、国税总局发布了《人力资源社会保障部办公厅财政部办公厅国家税务总局办公厅关于公布个人养老金先行城市（地区）的通知》，对此我们点评如下：

1、个人养老金覆盖范围略超此前预期，自通知发出后正式启动

个人养老金先行城市名单，共计1省34市1地区，先行城市覆盖31个省级行政区，主要位于省会及计划单列市，合计2021年GDP超46.2万亿元，占比全国GDP的约40%，试点覆盖范围略超此前预期。先行城市中参加城镇职工或城乡居民基本养老保险的劳动者自名单通知印发之日起可以参加个人养老金。2022年11月25日当日，已有首批23家入围银行均可开通个人养老金资金账户，部分个人养老金基金、保险产品已可开展销售，预计养老理财及储蓄产品将于近期上架，个人养老金正式开闸落地。

2、产品准入标准已明确，三大产品陆续亮相

基金产品策略丰富，费率优惠。政策端，11月4日，证监会发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》（以下简称《暂行规定》），对参与个人养老金投资公募基金业务的各类市场机构及其展业行为予以明确规范。《暂行规定》主要有以下三方面内容：一是明确基金管理人、基金销售机构等机构开展个人养老金投资公募基金业务的总体原则和基本要求，以及基金行业平台职责定位；二是明确个人养老金可以投资的基金产品标准，并对基金管理人的投资管理和风险管理职责作出规定；三是明确基金销售机构的展业条件，并对基金销售机构信息提示、账户服务、宣传推介、适当性管理、投资者教育等职责作出规定。暂行规定明确，个人养老金基金应当针对个人养老金投资基金业务设立单独的份额类别。单设份额类别不得收取销售服务费，可以豁免申购限制和申购费等销售费用，可以对管理费和托管费实施一定的费率优惠。

产品端，证监会已发布首批个人养老金投资基金产品和销售机构名录，包含40家基金管理人的129只养老目标基金以及37家基金销售机构。各家基金公司已陆续公示名录产品新增Y份额。Y份额专门为个人养老金设定，根据各家机构披露信息，个人养老金基金的管理费及托管费普遍实

施5折优惠。129只产品包括50只养老目标日期基金和79只养老目标风险基金，既包括目标风险策略的稳健、平衡、积极型，也包括目标日期策略为投资者提供生命周期养老解决方案的产品。我们认为，一方面，目前准入产品策略类型较为丰富，可满足不同人群多元化需求，且后续更多基金有望纳入产品池；另一方面，具有有历史业绩数据的基金可提供更多维度使投资者了解基金运作模式及情况，有利于提升投资者信心，因此我们判断投资者将具有较高申购积极性。

理财及储蓄产品最具客户基础，产品暂未发布。政策端，11月18日，银保监会官网发布《关于印发商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法的通知》，对个人养老金资金账户、个人养老金产品等提出具体要求，规定了个人养老金理财产品类型，以及理财公司等参与机构应满足的要求。由于个人养老金制度处于初始推广阶段，覆盖面大、业务要求高，因此银保监会对参与的商业银行和理财公司业务经营、客户服务、风险管理、社会责任等均有较高要求，确定截至2022年三季度末，一级资本净额在1000亿元以上、具有跨区域服务能力、主要审慎监管指标符合监管规定的全国性商业银行和具有较强跨区域服务能力的城市商业银行，以及截至2022年三季度末，已纳入养老理财产品试点范围的理财公司，可以开办个人养老金业务，主要包括6家国有银行、12家股份制银行、5家城市商业银行及11家理财公司。

产品端，特定养老储蓄和养老理财产品结构相对简单，锚定无风险利率，银行和银行理财子公司作为发行机构，最具客户基础。根据证券时报报道，11月下旬起，已有相关银行发行了特定养老储蓄产品，包括整存整取、零存整取、整存零取三种类型，涵盖5年、10年、15年、20年等不同期限。目前理财行业平台中国登记托管中心暂未发布个人养老金理财产品名单。

保险产品以年金形式为主。政策端，11月23日，银保监会发布《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》，至此，个人养老金产品端业务监管框架全部公布。该通知明确了保险公司参与个人养老金业务基本要求及产品要求，对开展个人养老金业务保险公司要求符合上年度末所有者权益不低于50亿元且不低于公司股本（实收资本）的75%、上年度末综合偿付能力充足率不低于150%、核心偿付能力充足率不低于75%、上年度末责任准备金覆盖率不低于100%，最近4个季度风险综合评级不低于B类等7个条件。

产品端，在中国银保信公布的个人养老金保险产品首批名单中，共6家公司7只产品入选。首批7只个人养老金保险均为专属商业养老保险产品，形态上以两全险尤其是年金险为主。年金产品是指投保人提前定期缴纳一定保费，在以后某个时间领取返还金的保险产品，是一种偏投资又兼有部分保障功能的经典保险产品。上述产品遵循“保证+浮动”模式，即在主账户下分设“稳健型”和“进取型”两种投资组合，投资者可自行选择两类组合的资金比例。

3、市场波动有望降低，利好大财富赛道成长

我们认为个人养老金启动为资本市场带来以下三方面影响：

第一，个人养老金第三支柱规模加速提升。

随着新规落地，我国养老金规模有望快速增长。参考美国个人养老金经验，截止2021年末，美国养老金的总规模为39.4万亿美元，其中第一支柱（基本养老保险）2.6万亿美元，占比7%；第二支柱（企业年金和职业年金）22.8万亿美元，占比58%；第三支柱（个人储蓄性养老保险、养老目标基金、税延型养老保险等，美国为IRA个人退休账户）16.5万亿美元，占比35%。根据ICI数据来看，美国养老金的约18%通过购买基金、保险等形式投入到了资本市场，个人养老金已经成为美国资本市场的长期资金保障。根据人社部数据，截至2021年末，我国参加基本养老保险人数为102871万人，基本养老保险基金累计结存63970亿元，其中第一支柱占比65.76%，第二支柱占比34.23%，第三支柱占比仅0.01%，与海外成熟市场相比，第三支柱占比有较大提升空间。

考虑到先行城市居民收入高于我国人均可支配收入均值、产品端三类产品策略较为丰富，居民参与个人养老金意愿或超预期。截至2022年6月末，我国养老目标基金规模为1215.5亿元，养老理财认购超600亿元。预计2024年养老目标基金规模及养老理财规模有望翻番，到达2400亿元。长期来看，假设中国养老金第一、二支柱规模基本不变，第三支柱比例增长到10%，则第三支柱规模预计可达7107亿元左右，参考美国IRA账户投入权益市场的占比（51.1%），预计中国个人养老金可为股市注入3632亿元左右的长期增量资金。

第二，长期资金属性及基金考核机制有望降低市场波动

证监会发布的《暂行规定》第七条规定，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，且不得使用单一指标进行排名或者评价，不得进行短期收益和规模排名。对绩效考核的引导体现了对于个人养老金投资安全、稳健的核心监管导向。同时，《暂行办法》规定养老基金产品设计可“将分红方式设置为红利再投资”、“设置定期分红、定期支付、定额赎回等机制”等，鼓励以红利再投资、定期投资等方式引导投资人进行个人养老金的长期投资。

我们认为，虽然此次个人养老金制度规定的参加人年缴额度上限不高，但一方面我国劳动人口基数较大，制度落地后为目标基金带来的增量可观，另一方面第三支柱增长将是未来发展的必然趋势，叠加后续个人额度上限有望提高，预计个人养老金将逐步成为中国资本市场的压舱石。由于长期资金属性及稳定回报需求，叠加监管层对准入产品的引导，进入资本市场的个人养老金有望增强市场的稳定性。

第三，个人养老金业务利好券商大财富业务发展

对于证券行业，个人养老金正式启动一方面将提升增量，另一方面增强信心，有望进一步强化大财富赛道的成长逻辑。由于准入产品公司的品牌效应将进一步增强，此前渠道力较强或产品端长期投资能力优秀的头部机构将率先受益。投资建议方面，建议关注渠道端客户基数扎实的东方财富、公募利润占比较高、品牌力较强的广发证券和东方证券。

表 1：重点公司估值情况（收盘价日期为 2022 年 11 月 28 日）

公司简称	收盘价（元）	EPS		PE		PB	
		2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
东方财富	17.46	0.70	0.85	25.08	20.47	3.72	3.17
东方证券	8.60	0.35	0.54	24.41	15.96	0.98	0.93
广发证券	15.31	1.05	1.38	14.64	11.13	1.03	0.96

注：上述公司EPS、PE、PB系Wind一致预期。

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

4、风险提示

国内外疫情超预期影响业务开展及市场情绪；流动性不及预期；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；资本市场改革进程不及预期；相关假设条件不成立对证券行业业绩增长的风险；相关公司业绩增长低于预期风险；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；宏观政策和行业政策调整风险；俄乌冲突升级及外溢风险；其他黑天鹅事件风险等。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层