

养老金双周报（2024.4.25-2024.5.12）

巴以冲突对养老金投资规则的影响渐显

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
chenxiao397@pingan.com.cn

郝博韬 投资咨询资格编号
S1060521110001
haobotao973@pingan.com.cn

研究助理

石艺 一般证券业务编号
S1060122070019
shiyi262@pingan.com.cn



平安观点：

■ 本期重点：巴以冲突对养老金投资规则的影响愈发显著

5月以来，巴以冲突影响愈发显著，欧美国对涉及相关领域的养老金投资行为、规则的审查愈演愈烈。

反对以色列方面：澳大利亚工会已经开始要求养老金在其投资组合中剔除涉及巴以冲突、并从中获利的公司。其中，最受关注的事件是5月10日，Cbus Super被CFMEU要求紧急剥离洛克希德·马丁公司和RTX公司的所有股份。

支持以色列方面：美国新泽西州再次动用反BDS法律，保护以色列经济不受公司决策损害。5月8日，新泽西州财政部警告了一家名为ITOCHU的日本公司，称该公司因取消了一项以色列公司向日本自卫队供应军事装备的谅解备忘录，违反了新泽西州反BDS法。ITOCHU具有90天时间提出上诉，否则新泽西州康普顿退休金基金（Trenton）将按照反BDS法，自ITOCHU撤资。

理论上，养老金需要以受益人的利益最大化为目标。由于价值取向本身具有多元性，受益人对于诸多社会性问题难以达成一致，其利益本身难以统一。将地缘政治等具有价值取向性质的因素纳入投资框架，不仅会影响最终投资收益，还会引起对于投资决策流程的争论。目前，相关争论的影响正在逐渐具象化，欧美养老金对支持以色列的公司已经产生了截然相反的态度，且不少养老金已经出现了与国家政策取向不一致的情况。

我们认为，如果地缘政治升温趋势不发生扭转，养老金的投资决策流程的争论最终会发展成为投资管理独立性争论，不仅可以作为我国养老金投资的参考，也可以作为未来的改革参考。

■ 其他养老金动态跟踪

海外方面：一是美国密西西比州限制该州公共退休金委员会的权利，禁止委员会自由调整养老金雇主缴费率。二是由于退出成本过于高昂，美国俄州地方法院法官要求暂停俄州《反能源歧视法》的执行。三是澳大利亚信托退休基金将把动力煤公司排除在其投资之外，动力煤开采业务占营收比重10%以上的公司即面临被剔除的风险。

国内方面：一是央行宣布将普惠养老专项再贷款延续至2024年末。二是国家金融监管总局称，将逐渐扩大商业养老金试点范围。三是人社部称，将进一步推动扩大企业职工基本养老保险基金委托投资规模。

■ 风险提示：

1) 宏观经济超预期下行；2) 资本市场波动；3) 政策超预期改变，老龄事业支持力度不足；4) 地缘政治形势恶化。

一、重点关注

1. 巴以冲突对养老金投资规则的影响愈发显著

5月以来，巴以冲突的影响愈发显著，欧美国家对涉及巴以冲突的养老金投资行为、规则的审查愈演愈烈。

反对以色列方面：澳大利亚已经开始要求养老金在其投资组合中剔除涉及巴以冲突、并从中获利的公司。

5月10日，澳大利亚最大的养老基金之一 Cbus Super 称其正在审查基金投资政策，并可能会从其投资组合中剔除向以色列供应武器和国防技术的公司的股份。

根据 Cbus Super 的声明，澳大利亚建筑、林业、海事、矿业和能源工会 (CFMEU) 已经要求 Cbus Super 提供投资报告，确定了几项值得关注的投资，并要求其紧急剥离洛克希德·马丁公司和 RTX 公司的所有股份。CFMEU 在 Cbus Super 的董事会中占据 3 个席位，对 Cbus Super 的投资决策具有极大的影响力。Cbus Super 的 AUM 约 590 亿美元，CFMEU 提及的公司股份约占其 AUM 的 0.01%。

此外，CFMEU 的呼吁并不只针对 Cbus Super，而是针对 AUM 高达约 1.3 万亿美元的所有澳大利亚工业行业的超级基金。市场观点认为，由于 CFMEU 的影响力巨大，澳大利亚养老金行业的涉以及军工投资都可能面临剥离风险。

支持以色列方面：美国新泽西州再次动用反 BDS 法律，保护以色列经济不受公司决策损害。

5月8日，新泽西州财政部警告了一家名为 ITOCHU 的日本公司，称该公司违反了新泽西州的反 BDS 法。ITOCHU 具有 90 天时间提出上诉，否则新泽西州康普顿退休金基金 (Trenton) 将按照反 BDS 法，自 ITOCHU 撤资。

BDS 是抵制、撤资和制裁的缩写，是一个全球性的运动，旨在抵制以色列的经济，以抗议以色列对阿拉伯人和阿拉伯领土的行动。新泽西州于 2016 年颁布了其反 BDS 法律，该法律规定，AUM 高达 980 亿美元的 Trenton 不能投资于抵制以色列的公司。该法律迄今只被触发了四次。

新泽西州财政部称，日本的 ITOCHU 公司取消了一项以色列公司向日本自卫队供应军事装备的谅解备忘录，违反了新泽西州反 BDS 法，可能面临 Trenton 的撤资。Trenton 持有 ITOCHU 普通股 70.98 万股，价值约 290 亿美元。

点评：当前，欧美国家对巴以冲突相关投资的审查不断深入、影响也不断扩大。这一现象不仅已经在短期内影响了养老金投资管理行为及相关资产价格，还可能在长期视角下影响养老金投资管理的独立性，推动投资管理的差异性。本轮巴以冲突中，养老金投资所面临的风险已经不再局限于政府带来的政策风险，而是逐渐上升为由受益人驱动、本质代表价值取向差异的支持风险。

在受托责任 (fiduciary duty) 原则之下，养老金需要以受益人的利益最大化为目标。然而，由于价值取向本身具有多元性，受益人对于诸多社会性问题难以达成一致，其利益本身难以统一。因此，将地缘政治等具有价值取向性质的因素纳入投资框架，不仅会影响最终投资收益，还会引起对于投资决策流程的争论。目前，相关争论的影响正在逐渐具象化，欧美养老金对支持以色列的公司已经产生了截然相反的态度，且正在出现与国家政策取向不一致的情况。

我们认为，如果地缘政治升温趋势不发生扭转，养老金的投资决策流程的争论最终会发展成为投资管理独立性争论。要么养老金更加以经济利益最大化为目标，投资决策的独立性进一步增强；要么养老金管理逐渐碎片化、精细化，在多方博弈过程中，形成以共同价值取向或利益取向为基础的募资模式，从而更好追求利益最大化，推动二、三支柱养老金进一步壮大。当前欧美养老金的各类博弈，不仅可以作为我国养老金投资的参考，也可以作为未来的改革参考。

(资料来源：Pensions & Investments, Bloomberg, The Guardian, Yahoo News, 平安证券研究所)

二、海外养老金融动态

2.1 养老金融政策

1. 美国密西西比州限制 Mississippi PERS 董事会对缴费率的调整能力

5月9日，美国密西西比州通过了一项法律，对密西西比州公共雇员退休系统（Mississippi PERS）委员会的权力进行限制。根据该法律，Mississippi PERS 委员会将不再能够像过去那样自由调整雇主缴费率，而只能提出建议，并通过州立法机关审批、调整缴费率。

市场观点认为，这一法律主要是对 Mississippi PERS 委员会此前公布计划的回应。根据此前公布的计划，Mississippi PERS 委员会拟在 3 年内将 PERS 的雇主缴费率提升 5 个百分点。如果该计划实行，Mississippi PERS 的雇主缴费率将高达 22.5%。Mississippi PERS 的主要覆盖人群为官方机构及学校等，州政府和议院担心如果雇主缴费率提升至 Mississippi PERS 委员会的目标水平，将导致无可避免的裁员和政府服务削减。

Mississippi PERS 委员会则认为，提升缴费率是维持养老金系统长期运行能力的必要措施。当前，Mississippi PERS 的资产约为 360 亿美元，其中负债约为 250 亿美元，不扩大收入将无法保障养老金系统的可持续性。同时，部分观点认为，密西西比州快速通过法律的行为，实际也是州政府长期以来争夺 Mississippi PERS 控制权的延伸，会损害其运行独立性。此前，该州已经提出了一项提案，希望解散由系统内部选举产生的 Mississippi PERS 委员会，改由政府任命人员行使委员会职责。

州政府表示，新法案依旧允许在未来 5 年内将 Mississippi PERS 的雇主缴费率提升 2.5 个百分点，逐步达到 20%。同时，在未来一段时间内，该州将再向 Mississippi PERS 系统支付 1 亿美元的财政拨款，且拨款水平可以进一步提高。州政府拨款结合有效的投资管理，Mississippi PERS 的可持续性将能够得到保证。

（资料来源：Top 1000 Funds，Clarion Ledger，Mississippi Today，平安证券研究所）

2. 退出成本高昂，俄克拉荷马州法官要求暂停执行该州的“反 ESG 法案”

5月7日，美国俄州地方法院法官要求暂停俄州《反能源歧视法》的执行。该法律也被称为“反 ESG 法”，禁止该州的公共养老基金——俄克拉荷马州公务员退休基金（OPERS）对涉嫌歧视石油和天然气行业的公司进行投资或开展业务往来。

2023 年 11 月，俄州前公务员唐·基南（Don Keenan）对该州现任财长托德·拉斯（Todd Russ）提起了诉讼，称他所主导出台的《反能源歧视法》违背了该州宪法。俄州宪法规定，州养老金制度只能为受益人的“独家利益”运作。然而，《反能源歧视法》要求 OPERS 自涉嫌歧视化石燃料行业的公司中撤资，并由此导致了巨大的撤资成本。

该诉讼举例称，为了从 BlackRock 和 State Street 等六家被该州列入黑名单的公司中撤资，OPERS 预期将需要付出约 1000 万美元的成本。如果黑名单不断扩大，OPERS 的预期损失也将会不断扩大，这“直接违反”了州宪法，因为资金不再仅用于受益人的独家利益，而是为了发表政治声明。

俄州法官同意了基南的看法，并决定州政府等被告需要临时禁止执行《反能源歧视法》的相关规定，直到法院另行命令为止。

（资料来源：Pensions & Investments，平安证券研究所）

2.2 养老金投资管理动态

1. 澳大利亚退休信托基金明确动力煤公司剔除标准

5月3日，澳大利亚第二大养老金澳大利亚退休信托基金（Australian Retirement Trust）宣布，将把动力煤公司排除在其投资之外。该基金 AUM 约为 2800 亿澳元（1850 亿美元）。

该基金所称的动力煤公司，是指从事动力煤开采业务的公司。如果一个公司的营收中，由开采动力煤并出售业务带来的营收占比超过 10%，该公司就将被视为动力煤公司，并被排除在投资组合之外。与此同时，从生产钢铁所使用的煤炭、用于内部发电的煤炭、公司内部销售的动力煤开采或煤炭贸易中获得收入的公司暂时具有豁免权。

除动力煤公司外，Australian Retirement Trust 目前还在其投资组合中剔除了烟草公司、武器制造公司，以及与此类公司具有业务往来的公司。

2023 年，能源经济与金融分析研究所报告称，包括银行和资产管理公司在内的 200 多家“全球重要金融机构”制定了煤炭相关资产的排除政策。在美国，一些最大的公共养老基金，包括加州公共雇员退休系统（CalPERS）和加州教师退休系统（CalSTRS），已经从动力煤中撤资。

（资料来源：Chief Investment Officer，平安证券研究所）

三、国内养老金融动态

3.1 养老金融政策

1. 央行：推进养老金融发展，延续普惠养老专项再贷款至 2024 年末

5 月 10 日，中国人民银行发布了 2024 年第一季度中国货币政策执行报告。报告指出，要扎实推进养老金融发展。延续实施普惠养老专项再贷款至 2024 年末，扩大试点范围至全国，并将支持范围扩大至公益型、普惠型养老机构运营、居家社区养老体系建设、纳入目录的老年产品制造。3 月末，工具余额为 18 亿元。

持续做好养老金融服务。聚焦银发经济优化养老金融服务，鼓励金融机构优化组织体系建设，创新金融产品服务模式，加大养老领域信贷投放力度。截至 2024 年 3 月末，国家开发银行、农业发展银行、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行 7 家银行养老产业贷款余额超千亿元。鼓励开展金融适老化服务升级，提高养老金融普惠性。

（资料来源：观点网）

2. 国家金融监督管理总局：扩大商业养老金试点范围，推进人寿保险与长期护理保险责任转换业务试点

5 月 9 日，国家金融监督管理总局发布关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见。意见指出，聚焦现实需求加快养老金融发展。养老金融要健全体系、增进福祉，积极适应老龄化社会发展要求。发展第三支柱养老保险，支持具有养老属性的储蓄、理财、保险等产品发展。扩大商业养老金试点范围。丰富税优健康保险产品供给，让相关政策惠及更多人民群众。探索包含长期护理服务、健康管理服务的商业健康保险产品。持续推进人寿保险与长期护理保险责任转换业务试点。加大对健康产业、养老产业、银发经济的金融支持。在风险有效隔离的基础上，支持保险机构以适当方式参与养老服务体系建设，探索实现长期护理、风险保障与机构养老、社区养老等服务有效衔接。推动金融适老化改造，提升老年人金融服务体验。

（资料来源：新浪财经）

3.2 养老金投资管理动态

1. 职工基本养老保险基金委托投资规模将扩大

4 月 23 日，人社部相关负责人在 2024 年一季度新闻发布会上指出，社保基金监督管理和投资运营不断加强。截至 3 月底，全国基本养老保险基金委托投资规模 1.9 万亿元。下一步，将扎实开展社保基金管理巩固提升行动，推动扩大企业职工基本养老保险基金委托投资规模。

（资料来源：中证网）

2. 个人养老金基金首度宣布降费

4月25日，富国基金发布公告称，为更好满足投资者的投资需求，根据有关法律法规和基金合同的约定，富国基金决定自4月29日起降低富国鑫旺稳健养老目标一年持有期混合型FOF的基金管理费率和托管费率。具体来看，该基金A份额的年管理费率由1.00%调整至0.60%，年托管费率由0.20%调整至0.15%；该基金Y份额的年管理费率由0.50%调整至0.30%，年托管费率由0.10%调整至0.075%。

值得注意的是，这也是个人养老金基金首次下调管理费率。Wind数据显示，截至4月25日，目前国内公募市场上共有187只个人养老金基金，Y份额的年管理费率分布在0.15%至0.50%，Y份额的年托管费率分布在0.0075%至0.30%之间。

(资料来源：中证网)

四、养老产业最新动态

4.1 养老产业政策

1. 民政部：加速农村养老服务发展 全面指导示范性社区建设

5月10日，民政部联合相关部门发布了一项政策文件，旨在推动农村养老服务的发展。在第二季度工作安排的发布会上，民政部新闻发言人武增锋表示，将指导基本养老服务综合平台试点地区，确保相关工作的有效执行。该部门还强调了推进示范性居家社区养老服务网络建设的重要性，并计划指导各地抓好老年助餐服务，以提供适宜、便捷的餐饮支持。

此外，民政部还计划推动养老服务人才队伍的专业化和职业化建设，以提升从业人员的专业技能和服务水平，满足农村老年人的养老服务需求。

(资料来源：观点网)

2. 七部门：养老服务费预收的周期最长不得超过12个月

据民政部网站，民政部、国家发展改革委、公安部、财政部、中国人民银行、市场监管总局、金融监管总局发布关于加强养老机构预收费监管的指导意见。其中提到，省级民政部门可以根据本地情况，会同相关部门确定当地养老服务费最长预收周期和押金最高预收额度，但养老服务费预收的周期最长不得超过12个月，对单个老年人收取的押金最多不得超过该老年人月床位费的12倍。对养老机构为弥补设施建设资金不足，收取会员费的，省级民政部门可以按照包容审慎监管原则，明确会员费最高额度等限制性要求。尚未建成或者已建成但尚不具备收住老年人条件的养老机构，不得收取会员费。公办养老机构、公建民营、政府与社会力量合作建设的养老机构，不得收取会员费。

(资料来源：证券时报网)

3. 上海：将规范利用存量资源加大养老服务设施供给

上海市发展改革委等部门发布了修订后的《促进和规范利用存量资源加大养老服务设施供给的工作指引》通知。据悉，该指引提出对于利用现有的工业、仓储用房等存量资源兴办养老服务设施的情况，原则上应采取城市更新的路径进行实施。该政策旨在满足日益增长的养老需求，优化养老服务设施供给，并推动城市更新和存量资源的合理利用。

(资料来源：观点网)

4.2 养老产业动态

图表1 养老产业最新动态汇总

产业类别	事件
------	----

老年用品	可靠股份表示，2024 年会继续深耕成人失禁护理用品及养老服务业务领域，坚持“自主品牌+ODM”双轮驱动发展模式，以“用户”全生命周期服务为行动指南，制定创新举措和工作计划，用研发创新不断丰富产品矩阵，加快营销渠道拓展扩大市场占有率等。
	科大讯飞推出一款 AI 耳背式助听器，内置基于星火认知大模型的 AI Scene2.0 自适应场景识别系统，可实现 65dB 音频增益。
	海尔康养旗下睡眠生态品牌——海享睡与易康生命旗下子公司苏州易盎然健康科技有限公司达成合作。据悉，双方合作将通过高度智能化的 AIoT 系统和自有核心算法生成睡眠评估和健康建议，智能管控和优化睡眠空间环境，确保入住者获得最佳的睡眠环境，实现个性化、智慧化的睡眠和健康管理。
医养照护	2024 年度“深圳惠民保”升级并发布。据悉，“深圳惠民保”是政府指导、中国人寿、人保财险、人保健康和平安健康险共同承保的普惠型商业补充医疗保险。此次升级，新增健康服务项目，强化参保人健康管理，在原有健康管理服务的基础上，新增 5 项健康管理服务。
	北京号速通科技有限公司旗下品牌号速通正式与北医源确立战略合作伙伴关系。此次合作，双方将在医疗健康服务领域开启全新的合作篇章，共同致力于优化医疗服务流程，提升患者就医体验。
	椿萱茂（广州兴业）老年公寓与广州医科大学附属番禺中心医院（简称：番禺中心医院）签署绿通服务合作协议。据悉，番禺区中心医院互联网医院可以为老年公寓在住长辈在线咨询、复诊开方、送药到家、开检验单，未来还可以为在住长辈提供预约检查、健康体检、预约住院等服务。
智慧养老	美年健康集团宣布，其与华为云、润达医疗三方合作研发的国内首款健康管理 AI 机器人——“健康小美”数智健管师内测版正式上线。基于华为云平台研发的“健康小美”数智健管师，是一款基于大模型技术和海量医学知识、高质量健康大数据构建的智能健康管理机器人。
	上海投资咨询集团有限公司与上海商汤智能科技有限公司签定战略合作协议，并携手发布首个养老政策大模型落地应用。据悉，上咨集团有多年咨询案例等经验，可以为商汤科技提供丰富的语料数据和应用场景。
	上海天与智慧养老服务服务有限公司与津南区民政局正式签署战略合作协议。根据协议内容，双方将秉承资源共享、优势互补原则，围绕数字养老基建平台建设、区域养老行业供给水平提升，在数字化养老示范基地建设、数字化养老科创基地建设、养老人才培养基地建设等方面开展战略合作。
老年文旅	一龄医院管理集团与湖南南岳区，就南岳&一龄高端康养中心举行落地协议签约仪式，并组织召开座谈会。双方围绕南岳&一龄高端康养中心项目落地推进、深入开展南岳康养产业合作进行了交流探讨。据悉，一龄高端康养中心项目的落地建设将会举起南岳区高端康养产业的旗帜，也将成为南岳文旅和康养结合发展的新动能、新活力。
	广东省居家养老服务协会与温泉疗养院，举行了旅居康养基地签约暨授牌仪式。此次协议的成功签署，开启了双方深入合作、协同发展、携手共进的新篇章。温泉疗养院负责向广东省居家养老服务协会老年人提供短期居住、休闲康养、文化娱乐、特色研修、健康管理等专业旅居康养服务，力求通过对旅居康养的深度探索，为有康养需求的老年人提供更优质的服务，创造更大的价值。
老年地产	湖南郝洲莽山花溪里康养旅居小镇项目启动开工。据悉，该项目以医养、旅居等四大产业为核心，整合中药种植、健康食品加工、中医疗养等多功能旅游健康产业集群。项目旨在通过产业发展，促进当地环境提升、农民增收及产业结构优化。

资料来源：Age Club，创业邦，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100073