

养老金融双周报（2024.12.23-2025.01.05）

印第安纳州因 ESG 取消贝莱德合作资格

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

石艺 投资咨询资格编号
S1060524070003
SHIYI262@pingan.com.cn



平安观点：

■ 本期重点：因采用 ESG 投资，贝莱德被 INPRS 取消资管合作资格
12 月中下旬，全球养老金领域共有三项重点事件值得关注。

第一，西班牙将大幅提高养老金待遇。包括结构性调整和显著增幅，旨在改善养老金领取者的经济状况。这些改革是政府应对经济不平等和通胀压力的整体战略之一，重点关注受影响较大的弱势群体。据社会保障部长埃玛·赛斯（Elma Saiz）确认，此次调整将覆盖缴费型和非缴费型养老金，是近年来养老金系统的最大变化之一。

第二，因采用 ESG 政策，贝莱德被美国 INPRS 撤销资管合作资格。印第安纳州公共退休系统（INPRS）董事会决定撤换资产管理公司贝莱德，原因是其涉嫌使用 ESG 投资政策，并推行以 ESG 为重点的议程。这一决定是美国共和党政界人士反对 ESG 运动的最新进展。印第安纳州还参与了一项多州诉讼，指控贝莱德等利用气候相关投资操纵煤炭市场，抬高能源成本。值得注意的是，贝莱德近期缩减了其在可持续投资领域的参与力度，包括将其在“气候行动 100+”（CA100+）联盟的参与转移至其国际部门。

第三，英国议员抨击部分跨国企业未能及时调整养老金待遇水平。惠普、美国运通和辉瑞等公司被指利用英国养老金法律的漏洞，在生活成本危机期间冻结了许多前英国员工的养老金增幅。英国议员呼吁养老金监管机构进行调查并制定新法律，以确保 1997 年前的养老金与通货膨胀挂钩。当前，约四分之一的 1997 年前养老金计划没有强制性规则进行增幅。

■ 其他养老金融动态跟踪

海外养老金融政策及投资管理动态：

- 1) 怀俄明州众议院提出反 ESG 法案。
- 2) 美国伊利诺伊州拟改革第二档养老金系统以确保其符合社会保障标准。
- 3) 澳大利亚 Future Fund 要求政府放宽投资限制。
- 4) 挪威 GPF 对美国物流进行新投资，交易对手方为加拿大 CPPI。

国内养老金融政策及投资管理动态：

- 1) 国务院提出适当提高退休人员基本养老金和城乡居民基础养老金。
- 2) 2025 居家和社区养老服务项目拟入选名单公布。
- 3) 广州鼓励银发科技领域创新最高扶持 1 亿元。
- 4) 上海鼓励各类企业积极布局银发经济产业。

■ 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. 西班牙将大幅提高养老金待遇

自 2025 年 1 月 1 日起，西班牙将实施重大养老金改革，包括结构性调整和显著增幅，旨在改善养老金领取者的经济状况。这些改革是政府应对经济不平等和通胀压力的整体战略之一，重点关注受影响较大的弱势群体。据社会保障部长埃尔玛赛斯（Elma Saiz）确认，此次调整将覆盖缴费型和非缴费型养老金，是近年来养老金系统的最大变化之一。

改革将使 930 万缴费型养老金领取者平均每月增加 40 欧元（年增 600 欧元）。非缴费型养老金的增幅更为显著，达到 18.24%，远高于缴费型养老金的 2.8% 增幅。具体而言，非缴费型养老金每年将达到 7600 欧元（分 14 次发放），每月约 542.85 欧元，比去年增加约 25 欧元。最低养老金将升至每月 135.71 欧元，而残疾养老金可能达到 814.27 欧元，具体取决于经济条件。

此次改革还特别关注家庭主妇等未被认可的无偿劳动者，致力于减轻弱势家庭的经济负担。政府目标是到 2027 年，使非缴费型养老金达到单人家庭贫困线的 75%，预计届时月养老金将增至 592 欧元。

为了确保养老金体系的可持续性，改革还逐步提高退休年龄。2027 年前，若缴费年限不足 38 年零 3 个月，标准退休年龄将延至 66 岁零 8 个月。此外，提前退休的罚金也将增加，而部分退休计划则为年长劳动者提供兼职工作与养老金领取的灵活选项。

随着改革的推进，政府还需持续完善现有政策，以适应社会变化，保障最弱势群体的需求。这些措施不仅缓解了通胀压力，也体现了对老年人贡献的高度认可与社会公正的追求。

（资料来源：evrimagaci，平安证券研究所）

2. 因采用 ESG 政策，贝莱德被美国 INPRS 撤销资管合作资格

印第安纳州公共退休系统（INPRS）董事会决定撤换资产管理公司贝莱德（BlackRock），原因是其涉嫌使用 ESG（环境、社会和公司治理）投资政策，并推行以 ESG 为重点的议程。

印第安纳州财政部长丹尼尔·埃利奥特（Daniel Elliott）在新闻稿中称贝莱德为“ESG 违规者”，并表示这一决定旨在优先考虑印第安纳州公务员的利益。埃利奥特表示：“我与其他董事会成员共同投票拒绝贝莱德及其觉醒的企业政策，抵制会危及印第安纳州公职人员养老金的非受托责任政策。”

这一决定是美国共和党政界人士反对 ESG 运动的最新进展。作为全球最大的投资管理公司，贝莱德因其在气候变化和能源转型相关投资主题中的立场，频繁成为争议焦点。印第安纳州还参与了一项多州诉讼，指控贝莱德等资产管理公司利用气候相关投资计划操纵煤炭市场，抬高能源成本。

贝莱德此前为 INPRS 管理一个价值近 10 亿美元的国际政府债券指数投资组合。埃利奥特于 2024 年 6 月的一份报告指出，贝莱德参与了“净零资产管理倡议”（NZAM），其 ESG 承诺被认为是为了推进社会和意识形态目标，而非出于财务目的。尽管贝莱德回应称其为 INPRS 管理的指数投资组合不包含 ESG 元素，但印第安纳州 2023 年通过的法律明确禁止公共退休系统的投资决策中使用 ESG 因素。

INPRS 董事会决定寻找其他可替代贝莱德的资产管理公司，并为全球通胀挂钩债券投资组合指定新管理者。值得注意的是，贝莱德近期缩减了其在可持续投资领域的参与力度，包括将其在“气候行动 100+”（CA100+）联盟的参与转移至其国际部门。贝莱德表示，客户资产应用于支持客户的多样化投资目标，而非推动经济脱碳结果。

INPRS 董事会成员、州审计长埃利斯·尼沙拉（Elise Nieshalla）表示，尽管贝莱德退出 CA100+ 是一个积极信号，但其仍需采取更多行动，包括终止对净零等类似倡议的支持，以优先考虑受益人的利益，而非政治议程。

（资料来源：esgtoday，平安证券研究所）

3. 英国议员抨击部分跨国企业未能及时调整养老金待遇水平

全球一些最富有的公司被指利用英国养老金法律的漏洞，在生活成本危机期间冻结了许多前英国员工的养老金增幅。这些公司包括惠普企业（HPE）、美国运通（Amex）和辉瑞（Pfizer）。议员们谴责这些公司未能在通货膨胀高企的情况下增加养老金支付，称这种行为“无情且不道德”。

1995年《养老金法案》要求与通货膨胀挂钩的最终薪资养老金计划，但未规定1997年4月前累积的养老金必须进行相应的调整。此漏洞导致数千名养老金领取者只能依赖公司的“酌情”调整。然而，一些跨国公司多年来持续拒绝提供这样的调整，即使它们每年赚取数十亿英镑的利润。

以HPE为例，自2002年收购Compaq以来，仅为1997年前的养老金提供了5%的总涨幅。而像辉瑞和3M这样的公司也未能将1997年前的养老金与通货膨胀挂钩。这使许多前员工的养老金购买力大幅下降。例如，一名前DEC员工的养老金在五年内缩水约20%。

议会辩论中，议员们指责HPE等公司利用法律漏洞采取“不可接受的”行为，呼吁养老金监管机构进行调查并制定新法律，以确保1997年前的养老金与通货膨胀挂钩。数据显示，约四分之一的1997年前养老金计划没有强制性规则进行增幅。

相关公司表示其行为符合养老金法律。HPE称每年会基于多个因素审慎考虑是否提供酌情增加。Amex表示其下次审查将于2025年进行。辉瑞则强调需在养老金调整与公司整体责任之间取得平衡。

养老金团体呼吁政府采取行动，确保法律和政策更好地保护养老金领取者免受通胀侵蚀，同时避免给养老金计划带来不可负担的成本。这一问题凸显了对弱势退休员工保护的紧迫性。

（资料来源：The Guardian，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. 怀俄明州众议院提出反ESG法案

怀俄明州众议院提出一项反名为《终止ESG—州资金受托责任法案》的反ESG法案，规定州资金投资仅能出于“财务目的”，不得基于任何推动社会、政治或意识形态利益的目的采取行动或考虑因素。

怀俄明州退休系统（WRS）和州财政部认为，该法案将通过限制可合作的资产管理公司范围而减少收入，原因是合作的投资经理范围缩小。其中，WRS预计，若法案通过，其2026财年的收入将减少1.93亿美元，2027年减少3.87亿美元，2028年减少5.8亿美元，这一估计包括相对于参考投资组合的超额收益。州财政部管理怀俄明州贷款与投资委员会总计303亿美元的州资产，但并未提供具体的投资损失信息。

（资料来源：P&I，平安证券研究所）

2. 美国伊利诺伊州拟议改革第二档养老金系统以确保其符合社会保障标准

伊利诺伊州的“第二档养老金系统（Tier 2）”因可能不符合联邦“安全港”规则，面临合规性和公平性问题。现行设计对2011年后入职的公共部门员工较为不利，包括退休年龄提高、薪资上限过低、福利增长不足等问题。例如，教师的退休年龄从62岁延至67岁，计算养老金的薪资上限低于社会保障基数，且年均3%的非复利生活成本调整（COLA）远低于通胀。这导致退休保障不足，同时加剧了公共部门的招聘和留用难题。

若Tier 2被认定不符合“安全港”规则，州和地方政府需弥补差额，可能带来高昂的财政成本。工会提出的改革提案建议提高薪资上限、降低退休年龄、调整COLA为复利增长等，以解决合规问题并改善员工待遇。这些调整预计到2045年将增加

约 80 亿美元的财政成本。州长普里茨克则提议通过延长支付目标期限、利用现有收入流等方式，分摊预算压力，但尚未明确支持全面改革。

(资料来源: P&I, 平安证券研究所)

3. 澳大利亚 Future Fund 要求政府放宽投资限制

澳大利亚 Future Fund 建议政府修改拟定新投资授权中的措辞。2024 年 11 月，澳大利亚政府宣布了 Future Fund 的新投资授权，要求该基金在投资决策中考虑国家优先事项，包括清洁能源、住房和基础设施项目。

2024 年 8 月版本的授权草案规定 Future Fund “必须”考虑国家优先事项。经过长期磋商，11 月的最终版本中，Future Fund 的投资决策改为“在可能、适当且符合强劲回报的情况下”考虑澳大利亚的国家优先事项。同时，未来基金的基准回报率维持不变，仍为高于通胀率 4%-5%。

目前，Future Fund 向政府表示，希望国家优先事项更聚焦于特定行业，而非政府所倡导的“澳大利亚制造未来”计划的广泛领域。该计划旨在通过吸引投资支持清洁能源等关键领域的本地制造业发展。

(资料来源: P&I, 平安证券研究所)

2.2 养老金投资管理动态

1. 挪威 GPF 对美国物流进行新投资

挪威银行投资管理公司 (Norges Bank Investment Management, NBIM) 签署协议，以 10.7 亿美元收购一组物流地产组合的 45% 股权，交易于 2025 年 1 月 1 日完成。该地产组合估值为 32.65 亿美元，其中包含 8.88 亿美元的现有债务。

此次出售的卖方为加拿大养老金计划投资委员会 (CPP Investments)，而 Goodman 集团作为原本持有 55% 股份的所有者，将保留其股权并继续为合资企业提供资产管理服务。

该地产组合总可租赁面积达 130 万平方米，包括 48 栋建筑和 5 块土地。

NBIM 非上市地产全球主管佩尔·勒肯 (Per Løken) 表示，此次收购符合公司的长期战略，并对物流地产行业充满信心。全球物流地产主管爱德华·勒鲁姆 (Edward Lerum) 则强调了组合资产的优越位置、优质建筑以及未来的增长潜力，并指出这些地区供应受限是一个重要优势。

此次交易标志着 NBIM 与 Goodman 合作，通过投资这一地产组合进一步扩展其物流地产领域布局的战略举措。

(资料来源: NBIM, 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. 国务院提出适当提高退休人员基本养老金和城乡居民基础养老金

1 月 3 日，国务院新闻办公室举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会，国家发展改革委副秘书长肖渭明表示，将促进居民增收减负。开展大规模职业技能培训，支持更多的劳动者以技能提升带动岗位收入提升。因地制宜推动兴业、强县、富民一体发展，千方百计拓宽农民增收渠道。适当提高退休人员基本养老金和城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。加强灵活就业和新就业形态劳动者权益保障。。

(资料来源: Wind, 平安证券研究所)

四、养老产业最新动态

4.1 养老产业政策

1. 江苏发布养老机构预收费管理办法

近日，江苏省民政厅联合省发展改革委、省公安厅、省财政厅、省市场监督管理局等 7 个部门，发布了《江苏省养老机构预收费管理办法》。该办法自 2025 年 1 月 15 日起执行，有效期为 5 年。《管理办法》明确规定，养老机构需建立入院评估制度，以确定服务项目，作为开展预收费的依据。规定养老服务费预收的周期最长不得超过 6 个月，对单个老年人一次性收取的押金不得超过该老年人月床位费的 12 倍，对单个老年人收取的会员费也不得超过该老年人月床位费的 12 倍。

（资料来源：江苏省民政厅，平安证券研究所）

2. 2025 居家和社区养老服务项目拟入选名单公布

民政部印发《民政部办公厅 财政部办公厅关于开展 2025 年居家和社区基本养老服务提升行动项目申报和组织实施工作的通知》。拟将北京市丰台区、天津市西青区、河北省邢台市、山西省运城市、内蒙古自治区赤峰市、辽宁省大连市、吉林省吉林市、黑龙江省伊春市、上海市长宁区、湖北省黄石市等 50 个地区，作为 2025 年居家和社区基本养老服务提升行动项目的拟入选项目地区。

（资料来源：民政部，平安证券研究所）

3. 广州鼓励银发科技领域创新最高扶持 1 亿元

广州市民政局、市发展改革委出台《广州市促进银发经济高质量发展若干措施》。《措施》聚焦老年人高频需求和广州市优势产业，从民生事业、重点赛道和支撑保障三个方面提出 10 条操作性强的措施。其中，鼓励推动基因检测、分子诊断等生物技术与延缓老年病深度融合，开发老年病早期筛查产品和服务，在穗企业积极承接银发经济领域国家重大科技项目、颠覆性技术重点项目、国家科技奖项目等落地转化和产业化，对实现落地转化的项目，最高给予 1000 万元支持，对落户广州的国家级、省级制造业创新中心，最高扶持 1 亿元。

（资料来源：广州市人民政府，平安证券研究所）

4. 上海鼓励各类企业积极布局银发经济产业

上海市人民政府办公厅印发了《上海市推动银发经济高质量发展若干政策措施》的通知，从加快重点领域产业发展、培育壮大经营主体、强化要素保障、营造良好发展环境等四个方面提出了 22 项措施，并提出支持符合条件的银发经济相关企业发行上市，支持符合条件的养老设施 REITs 项目发行上市。加快重点领域产业发展方面的政策措施共有八项，分别为增加多样化养老照护服务、大力发展康复辅具产业、积极发展老年宜居产业、丰富老年文娱业态、优化无障碍出行服务、拓展智慧养老场景和产品、促进养老金融健康发展、优化老年健康服务。政策措施还提出，加大对养老领域电信网络诈骗、非法集资、消费侵权行为的整治力度，持续加强金融理财、养生保健、旅游培训等领域监管，发挥社会监督、媒体监督作用，切实保障老年人合法权益。

（资料来源：上海市人民政府，平安证券研究所）

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	盒马联合北京同仁堂推出“药食同源”养生新品。盒马与北京同仁堂兴安保健合作，推出了一系列基于“药食同源”的养生下午茶新品，并上线了山楂煨牛排、香烤沙棘羊排等药食同源系列菜肴，以满足冬季进补的消费需求。此次，盒马“药食同源”系列共推出了 5 款新品，每款商品中都至少添加了一种药食同源食材，不另外添加代糖和食品添加剂。
	顶佳医疗首家智慧养老产品集合店落地。深圳市顶佳医疗科技有限公司全国首家智慧养老产品集合店落地深圳华强北赛格市场。据悉，顶佳医疗致力于“互联网+智慧养老”领域，通过融合物联网等技术，推动 AIOT 智慧养老-数字健康领域发展。此次开设智慧养老产品集合店，旨在满足老年人多元化需求，打造多场景渠道+智慧养老新业态。店内智慧养老产品涵盖智能穿戴、慢病管理、智能适老化、安防、健康保健以及认知症康复评估等多个系列。
	清雷科技与辽宁聚归客达成合作，双方将共同探索全新的智慧居家 O2O 养老服务新模式。据悉，该模式将融合毫米波雷达终端、物联网、AI 智能算法以及大数据等科技手段，旨在打造“健康守护、安全守护、上门服务、康养保健、中央厨房”五位一体的全方位养老服务体系。据悉，辽宁聚归客在线上，采用 1+18+N 智慧养老服务平台体系，可以实现 7*24 小时不间断的主动健康预警监测。线下则推出包括助餐、助浴、助洁、助医、助行、助急在内的“六助”上门服务模式，全方位满足老年人的生活需求
	福寿康与如身机器人等合作开发康养机器人。如身机器人与福寿康智慧医疗养老服务（上海）有限公司、微创医疗集团奇迹点达成合作协议。三方将携手合作，充分发挥各自技术和产业优势，联合开发面向银发经济的康养机器人。三方将通过技术创新、产品优化与市场开拓，推动智能化康养服务在全球范围内的普及，帮助更多人实现健康、幸福的晚年生活。
	智能陪伴机器人「X-ORIGIN-AI」完成数千万元融资。深圳玄源科技有限公司（简称“X-ORIGIN-AI”）完成数千万元天使轮融资，本轮融资由阿尔法公社领投，多名产业投资人跟投，仁辰资本担任独家财务顾问。融资资金将主要用于技术研发、人才招聘和市场拓展。据悉，X-ORIGIN-AI 的战略规划不仅仅是 AI 陪伴机器人这类产品，而是基于每个人专属的 AI 模型，打造可以陪伴在儿童、成人、老年等阶段的全场景消费产品，成为懂用户的数字生命。
医养照护	东方惠乐联合上海华烯，开启石墨烯健康养老产业赛道。东方惠乐与上海华烯新材料科技有限公司签订战略合作协议，双方将整合优势资源，共同为石墨烯健康养老产业创新发展注入新动力。依据协议内容，双方将注册成立合资公司，其中东方惠乐在合资公司占股 51%，将依托在养老服务领域的布局，为项目提供市场基础与运营经验。上海华烯占股 49%，提供石墨烯远红外健康技术与应用经验。据悉，上海华烯推出过一系列创新产品，如石墨烯水暖床垫、石墨烯自发热理疗腰带等。
	海康威视合作塞力医疗，共推智慧医疗发展。塞力斯医疗科技集团股份有限公司（简称“塞力医疗”）与杭州海康威视数字技术股份有限公司（简称“海康威视”）在武汉签署战略合作协议。根据协议，结合塞力医疗在医疗集约化服务和智慧医疗领域的经验，以及海康威视在智能物联 AIoT 领域的技术产品积累，双方将在人工智能与大数据应用、智慧康养等领域深入合作。同时，围绕长期护理险智慧康养项目，双方将深化合作，提供从医院到家庭的全生命周期健康管理方案，满足老龄化社会的需求。
	陪诊服务平台「陪诊呗」获数百万万元天使轮融资。陪诊呗成功完成数百万天使轮融资，由某健康管理公司投资，资金将主要用于进一步扩展市场等。据悉，陪诊呗是一个专业陪诊服务平台，致力于为用户提供全方位、一站式的陪诊服务。平台覆盖全国 90% 以上的城市，能够为患者提供从挂号、取号、候诊、检查、缴费、取药到复诊提醒等全流程的陪同服务。通过“陪诊呗”，用户可以轻松预约专业的陪诊师，解决就医过程中的不便和困扰。
	荣万家旗下康养品牌“临邻悦护”开业。荣万家旗下康养品牌“临邻悦护”居家照护站正式开业，可为业主提供居家照护服务，包括品质照护服务、健康医疗服务、生活照料服务、科学膳食服务、智慧保障服务、健康生活服务等定制化、专业化的服务项目。据悉，“临邻悦护”是荣万家生活服务股份有限公司全新打造的康养品牌。秉承“万家有爱，全龄呵护”的宗旨，服务一长一幼，一家三代的全龄人群，满足长者和家庭的生活、健康、养老、护理服务需求，提供一站式、综合性的康养服务

老年地产	<p>华润旗下悦年华将深化文旅颐养领域布局。华润置地旗下康养业务品牌悦年华与辽宁省养老服务业联合会举行合作签约仪式，双方就文化旅居颐养达成合作。下一步，辽宁省养老服务业联合会将继续在全国范围内精选康养社区、酒店、度假村等类型丰富的文化旅居颐养基地，满足老年人多样化的旅居需求。</p>
	<p>新华保险与北辰集团举行康养合作揭牌仪式。新华保险与北辰国际颐养中心就康养合作项目举行揭牌仪式，也新华保险首次在湖南推出定点合作的养老服务机构。据悉，北辰集团是一家房地产开发公司，北辰国际颐养中心是其旗下北辰地产打造的都市型健康养老综合体。此次合作，双方将共建“保险客户养老体验基地”，为新华保险客户提供短期入住等养老体验权益，共同为有意愿或有需求体验养老社区服务的客户提供体验机会。</p>
	<p>中健天诚合作河南康乃馨布局健康养老领域。河南康乃馨居家养老服务有限公司与中健天诚（河南）养老产业有限公司签署战略合作协议，共同开启健康养老领域的深度合作。据悉，河南康乃馨居家养老服务有限公司一直致力于为老年人提供全方位、高品质的养老服务，满足老年人多样化的需求。中健天诚（河南）养老产业有限公司是中国健康产业投资基金管理股份有限公司旗下，专注于健康养老产业发展的全资子公司。此次合作，将充分发挥各自在养老服务领域的优势，共同探索健康养老的新模式、新路径。</p>
	<p>东方柏嘉与汇晨康养达成康养旅居服务合作。东方柏嘉酒店集团与北京汇晨康养有限公司举行合作签约仪式，双方将在活力长者的康养业务达成深度合作。据悉，汇晨康养为光大汇晨在养老服务领域的板块，致力于推动北京及全国各地退休人群实现候鸟式养老。东方柏嘉酒店集团是专注于目的地旅居度假的综合服务商。此次合作，双方将以“为旅居客户提供优质康养旅居生活方式”为共同目标，为新时代活力长者提供旅居康养生活服务体验。</p>
	<p>平安臻颐年发布深圳福田康养社区项目。平安臻颐年在深圳正式推出了福田区首个高品质康养社区“颐年城·福田”。作为平安臻颐年继“颐年城·蛇口”后在深圳落子的第二个项目，“颐年城·福田”的落地标志着平安臻颐年在深圳的战略布局迈出关键一步，建成后两个中心，将共同为长者提供更丰富的城芯享老选择。</p>
	<p>中国人寿携手椿萱茂，共建一站式养老解决方案。椿萱茂与中国人寿保险股份有限公司北京市分公司续签了合作协议。双方就中国人寿保险客户入住椿萱茂养老社区相关权益达成一致，双方本着优势互补、资源共享、互惠互利、共同发展的原则，结成合作伙伴关系，共同探索银发经济下“保险+养老”结合的一站式养老解决方案。</p>

资料来源：Age Club，平安证券研究所

四、风险提示

- 1.宏观经济超预期下行，影响各类资产风险偏好。
- 2.资本市场波动，流动性收紧，各类资产价格下滑。
- 3.政策超预期改变，老龄事业支持力度不足。
- 4.地缘政治超预期发展，影响相关产业链企业盈利预期或外资投资意愿。

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 2025 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