

## 证券II行业深度报告

# 资本市场主阵地，券商全方位参与养老金融建设

增持（维持）

2025年01月22日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

执业证书：S0600524120009

heting@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣妹

执业证书：S0600524060001

wuxs@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **证券公司支持养老金融建设有其独特优势。**首先，证券公司及旗下公募基金具有完善的投研体系和高素质投研团队，具有产品设计方面的优势；其次，证券公司具备强大的投顾团队，作为金融产品代销机构，可以为个人养老金参与者提供更全面的财富管理服务；最后，证券公司作为资本市场的直接参与者，可以为养老产业相关企业提供丰富的资本市场服务，以满足其发展的资金需求。银发时代已然来临，从底层布局到投资教育，证券公司大有作为。

■ **第一、第二支柱养老金委托投资：券商主要依托参控股的公募基金参与。**1) 第一支柱社保基金会采取直接投资与委托投资相结合的方式开展投资运作，截至2022年末，社保基金会受托管理的基本养老保险基金净资产中，直接投资和委托投资的比重分别为38.92%、61.08%。21家基本养老保险基金证券投资管理机构中，包括14家基金公司，3家保险资管，3家养老保险和1家证券公司。14家基金公司中，12家为证券公司参股或控股公司。2) 企业年金受托机构主要通过委托投资管理人进行投资，证券公司参与比例超三成。2018年，职业年金市场化运作开启，22家投资管理人中11家为公募基金公司，其中8家为证券公司参股或控股公司。证券公司中金公司、中信证券通过遴选成为养老金委托投资管理机构。截至2024年三季度末，证券公司直接或通过参控股基金公司间接参与规模为1.2万亿元，占总规模比例为34.2%。

■ **财富管理：提供专业养老金配置服务，满足人民养老需求。**人社部发布会提到，在36个城市及地区先行实施的个人养老金制度，目前运行平稳，先行工作取得积极成效，下一步将推进全面实施。证监会《个人养老金基金销售机构名录》中，共51家机构入围，其中券商24家，多于银行的19家和独立基金销售机构的8家。我们认为券商个人客户主要来自于股票交易客户的转化，引流入口有限，线下渠道弱于银行、线上渠道弱于第三方。但客户风险偏好本身偏高、有一定权益类资产的投资经验。券商投顾服务可以线上线下同步进行，通过全生命周期的“顾”服务，促成客户购买个人养老金基金产品、增强客户粘性。

■ **养老目标基金：公募基金是参与养老金融的主战场。**养老目标基金产品定位清晰，以追求养老资产的长期稳健增值为目的，适合投资者长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险。个人养老金制度将养老目标基金纳入养老金融建设板块，为其提供了宝贵的发展机会。人社部发布的《个人养老金基金名录》中，284只个人养老基金有199只为养老目标基金，85只为新纳入的权益类指数基金。2018至2021年，养老目标基金的规模从41亿快速增长至1132亿，但是2021年之后，受资本市场影响，基金业绩普遍承压，截至2023年底，养老目标基金规模706亿元，整体规模比2021年下降38%。

■ **产业金融：投融一体，未来潜力巨大。**1) 尽管养老产业当前面临政策机遇、需求机遇、经济转型机遇等多重机会，但在产业投资和企业融资问题上仍存在堵点，券商涉足养老产业金融的程度仍明显不足。目前中国市场专门以养老产业为投资主题的基金产品数量较为有限，其中相关公募基金不超过10只，规模总计不超过100亿元。此外，近年养老相关企业首发上市以及增发融资规模都较少。2) 金融机构共同支持养老产业金融发展是构建完善养老产业体系、推动银发经济健康发展的应有之义，在产业投资和企业融资方面券商还有发挥更大作用的空间，如关注养老产业投资机会，设立专项主题基金产品；开展高质量相关投研服务，提升市场对养老产业优质投资机会的关注。持续拓展养老产业的投行业务，发掘和辅助具有核心竞争力的潜能公司、成长企业，为其提供上市辅导和支持，满足融资需求。主动探索推出定向融资服务，拓宽有效融资渠道，优化企业融资结构。

■ **风险提示：**1) 政策推进不及预期；2) 权益市场大幅下跌。

### 行业走势



### 相关研究

《谋时而动，顺势而为——“券商·二十年”复盘报告》

2025-01-09

## 内容目录

<b>1. “五篇大文章”建设下的养老金融展望</b>	<b>4</b>
1.1. “五篇大文章”建设顺应高质量发展要求	4
1.2. 证监会积极推进“五篇大文章”建设	4
1.3. 发展养老金融具有重要现实意义	6
1.4. 证券公司全方面参与养老金融建设	7
<b>2. 资产管理：委托投资与产品创设</b>	<b>7</b>
2.1. 第一、第二支柱养老金委托投资：主要依托公募子公司进行	7
2.1.1. 第一支柱：社保基金会直接投资与委托投资相结合	7
2.1.2. 第二支柱：委托管理模式下证券公司参与比例超三成	9
2.2. 养老目标基金：公募基金参与养老金融主战场	11
2.2.1. 产品特征：追求长期稳定增值	11
2.2.2. 发展现状：短期规模承压不改长期趋势，行业集中度较高	15
<b>3. 财富管理：提供专业养老金配置服务，满足人民养老需求</b>	<b>17</b>
3.1. 助力第三支柱发展，代销个人养老金基金	17
3.2. 强化渠道协同，多元化构建养老金融全旅程服务体系	18
3.2.1. 东方证券：多形式开展投教，汇集内部资源	19
3.2.2. 兴业证券：构建“兴业生态”，推动实业与学术互促	21
<b>4. 产业金融：投融一体，未来潜力巨大</b>	<b>22</b>
4.1. 我国当前养老产业发展尚处于初级阶段	22
4.2. 证券公司对于养老产业的支持具有较大潜力	24
4.3. 投融双轮驱动，服务养老产业金融	26
4.3.1. 投资支持	26
4.3.2. 融资支持	26
<b>5. 风险提示</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 我国基本养老保险基金结余 .....	8
图 2: 我国社保理事会管理的基本养老金权益规模 .....	8
图 3: 我国地方养老基金收益率 (%) .....	8
图 4: 基本养老金委托投资规模及占比 .....	9
图 5: 我国企业年金累计规模 .....	10
图 6: 2024 年三季度企业年金各基金管理机构委托投资规模 (亿元) .....	11
图 7: 2024 年三季度企业年金各类型机构委托投资规模占比 .....	11
图 8: Wind 基金投资类型指数近三年的波动和回撤 .....	14
图 9: 不同持有期养老目标基金支数占比 .....	14
图 10: 养老目标基金单支产品规模 (前五名, 亿元) .....	15
图 11: 2018 年以来养老目标基金规模变化 (亿元) .....	16
图 12: 养老目标基金年化收益率前五名及后五名 (%) .....	16
图 13: 养老目标基金和所有公募基金的头部集中情况对比 .....	16
图 14: 养老目标基金规模前二十名公司中券商系占比情况 .....	16
图 15: 养老目标基金管理人 CR5 管理规模 (亿元) .....	17
图 16: 东方赢家 APP 个人养老金专区 .....	20
图 17: 养老金融概念框架 .....	22
图 18: 中证养老产业指数与沪深 300 表现对比 .....	23
图 19: 养老产业各年度首发上市数量和规模 .....	24
图 20: 养老产业各年度债券发行数量和规模 .....	25
图 21: 养老产业各年度增发募资规模 (亿元) .....	25
表 1: 中国证监会针对“五篇大文章”各领域近期政策汇总 .....	4
表 2: 证监会要闻汇总: “五篇大文章”建设 .....	5
表 3: 基本养老金委托投资机构 .....	9
表 4: 企业年金委托投资机构 .....	10
表 5: 养老目标基金相关规定 .....	12
表 6: 养老目标风险基金和养老目标日期基金的区别 .....	13
表 7: 个人养老金基金销售机构名录 .....	18
表 8: 券商养老金融多元化服务实践 .....	19
表 9: 中证养老产业指数与沪深 300 指数表现对比 .....	24

## 1. “五篇大文章”建设下的养老金融展望

### 1.1. “五篇大文章”建设顺应高质量发展要求

金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分。金融血脉畅通，经济肌体才强健有力。2023年，中央金融工作会议提出：“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。”做好这五篇大文章，是推动金融高质量发展的必然要求，也是全面提升金融服务效率和水平的重要方面。

**“五篇大文章”建设顺应时代之呼。**一方面，“五篇大文章”建设是过往高质量发展的建设经验升华。与2017年召开的全国金融工作会议相比，此次中央金融工作会议将重点领域金融建设明确升级为“科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”。“五篇大文章”相互交织、相辅相成，显示出金融领域的发展逻辑在于不断融合科技、可持续、普惠、养老和数字化元素，促使金融体系更加创新、高效、可持续，同时服务实体经济和更广泛的人群。另一方面，“五篇大文章”建设是未来金融支持实体的工作方向引领。目前，金融服务实体经济的质效与实现高质量发展的要求相比，还存在一定差距。“五篇大文章”进一步明确了未来金融业在经济结构优化过程中的五个发力点，是提高金融服务实体经济质效的针对性部署，对于切实加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务具有重要意义。

### 1.2. 证监会积极推进“五篇大文章”建设

习近平总书记曾提出：“要坚持经济和金融一盘棋思想，认真落实中央金融工作会议的各项决策部署，统筹推进经济和金融高质量发展，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业作出新的更大贡献。”作为国务院的直属部门、资本市场的把关人，中国证监会积极传达学习贯彻中央金融工作会议精神，参与推进“五篇大文章”建设。

**五个领域全面推进，重点领域有的放矢。第一，重点做好科技金融大文章。**科技金融为科技创新主体提供的价值包括资金的配置、服务平台的搭建和载体的构建。要推动经济高质量发展，首先要激发科技创新活力。2024年以来，证监会先后出台了“科创十六条”“科创板八条”等一系列政策文件，提升科创板对新产业新业态新技术的包容性，发挥资本市场功能。**第二，稳妥推进绿色、普惠、养老、数字金融大文章。**近年来，证监会分别针对不同领域发布政策文件，积极促进资本市场的相关制度优化和产品创新，引领更多资源向科技创新、绿色低碳、普惠民生领域聚集。

表 1：中国证监会针对“五篇大文章”各领域近期政策汇总

序号	领域	政策文件
1	科技金融	(1) 2024年4月，证监会制定并发布《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》； (2) 2024年6月，证监会发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条

措施》;

2	绿色金融	(1) 2016年8月,证监会与六部门联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》; (2) 2024年3月,证监会与六部门联合发布《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》。
3	普惠金融	(1) 2023年7月,证监会与四部门联合发布《关于开展“一链一策一批”中小微企业融资促进行动的通知》; (2) 2023年11月,证监会与六部门联合发布《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》。
4	养老金融	(1) 2018年3月,证监会发布《养老目标证券投资基金指引(试行)》; (2) 2022年10月,证监会与四部门联合印发《个人养老金实施办法》; (3) 2022年11月,证监会公布《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》。
5	数字金融	2024年5月,证监会发布《投资研究时序数据参考模型》《证券期货业基础数据元规范 第1部分:基础数据元》《证券期货业基础数据元规范 第2部分:基础代码》等3项金融行业标准。

数据来源:证监会,东吴证券研究所

**全方位动员金融改革,多形式释放积极信号。**自中央金融工作会议召开以来,证监会通过召开会议、加强舆论宣传、发布政策文件等多种形式彰显“五篇大文章”建设决心,释放出多个改革信号。对于金融市场体系,证监会对内提出健全股、债、期等多层次市场体系,推动股票发行注册制完善,对外坚持市场化、法治化、国际化方向;对于金融创新,证监会坚持系统思维、守正创新、综合施策,大力支持高水平科技自立自强;对于企业和机构建设,证监会大力推动提高上市公司质量,同时加强行业机构内部治理。

表 2: 证监会要闻汇总: “五篇大文章” 建设

序号	要点	时间	内容
1	党委会议(学习贯彻中央金融工作会议精神)	2023年11、12月	(1) 要围绕做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章,推动股票发行注册制走深走实,加强基础制度和机制建设,加大投资端改革力度,吸引更多的中长期资金,活跃资本市场,更好发挥资本市场枢纽功能。(2) 要健全多层次市场体系,支持上海、深圳证券交易所建设世界一流交易所,高质量建设北京证券交易所,促进债券市场高质量发展。(3) 要更加精准有力支持高水平科技自立自强,建立健全针对性支持机制,引导私募股权创投基金投早投小投科技。(4) 要大力推动提高上市公司质量,优化再融资和并购重组机制,巩固深化常态化退市机制,支持上市公司转型升级、做优做强。(5) 要加强行业机构内部治理,回归本源,稳健发展,加快培育一流投资银行和投资机构。(6) 要健全商品期货期权品种体系,探索中国特色期货监管制度和业务模式,助力提高重要大宗商品价格影响力。(7) 要坚持市场化、法治化、国际化方向,统筹开放和安全,稳步扩大资本市场制度型开放,促进跨境投融资便利化。
2	2024年系统工作会议	2024年1月	围绕做好“五篇大文章”,健全多层次资本市场体系,优化私募股权创投基金发展政策环境,促进债券市场高质量发展,探索中国特色期货监管制度和业务模式,健全商品期货品种体系,着力提升服务高质量发展的能力和水平。

3	《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》	2024年3月	督促行业机构专注主业、优化供给、提高价值创造能力，形成适合各类投资者需求的多样化金融产品和服务体系，落实好科技、绿色、普惠、养老、数字金融等“五篇大文章”的战略布局。
4	证监会党委书记、主席吴清接受记者专访	2024年4月	当前，证监会正在结合开展资本市场改革综合评估，广泛听取各方面的意见建议，研究完善相关制度规则，推动股票发行注册制等重要制度改革持续深化。
5	资本市场做好金融“五篇大文章”专题座谈会	2024年7月	坚持系统思维、守正创新、综合施策，根据资本市场特点规律找准发力点和突破口，加快改革完善相关基础制度和机制，为经济社会发展重大战略、重点领域、薄弱环节提供更高质量的产品和服务。进一步提高资本市场支持科技创新的包容性和精准性，多措并举活跃并购重组市场，推动私募股权创投基金更好发挥作用，健全股、债、期等多层次市场体系，持续推动资本市场高质量发展，更好服务新质生产力发展和中国式现代化建设。

数据来源：证监会，东吴证券研究所

### 1.3. 发展养老金融具有重要现实意义

养老金融是指为应对老龄化挑战，围绕社会成员养老需求所进行的各种金融活动的总称，包括养老金金融、养老服务金融、养老产业金融三部分。在中央金融工作会议中，养老金融首次被正式提出、首次被列入国家金融的重点工作。大力发展养老金融，充分发挥金融在社会养老资源配置中的积极作用。

**养老金融市场具备较大发展潜力。**目前，在养老金金融方面，我国已经初步建立了以政府、企业和个人为主体的三支柱养老金融体系；在养老服务金融方面，已初步形成了多元化的产品体系；在养老产业金融方面，当前我国涉老产业具有专项债、政策性贷款、投资基金、政府和社会资本合作（PPP）等模式的政府金融支持。然而，养老金融市场目前还存在诸多亟待完善之处。第一，政府在养老金融市场中的主导作用较强，市场的参与程度依然有待提高；第二，由于股票市场波动较大，我国养老资金出于安全考虑，目前较少在股票市场进行资产配置，大多选择存于银行或购买国债；第三，由于养老产业周期长、回报慢的特点，从事养老产业的企业存在融资渠道不顺畅的问题。综上，养老金融在我国资本市场中仍具备较大的发展空间。

**养老金融顺应我国人口老龄化进程。**第七次全国人口普查结果显示，预计“十四五”末期将进入中度老龄化阶段，2035年前后进入重度老龄化阶段，人口老龄化将是我国今后较长时间的基本国情。我国人口老龄化存在未富先老、未备先老、照护单薄、服务孱弱等特殊性和复杂性，而养老金融因其跨时空资源配置功能，可通过丰富养老金融理财产品、吸引更多优质资本投融资等方式支持养老产业发展，养老金融将成为应对老龄化挑战的重要举措。

**养老金融对经济社会构成良性促进。**一方面，发展养老金融有利于进一步释放消费潜能，满足人民群众多样化的养老需求，助力国家经济结构转型；另一方面，发展养老

金融亦能有助于丰富经济发展的资本来源、优化资本市场结构，推进我国资本市场健康发展。

## 1.4. 证券公司全方面参与养老金融建设

2024年国务院办公厅发布《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》就曾提出：“支持金融机构依法合规发展养老金融业务，提供养老财务规划、资金管理等服务。”证券公司作为我国金融体系和资本市场的重要参与者，肩负着服务养老金融的重要责任。

**证券公司支持养老金融建设有其独特优势。**首先，证券公司及旗下公募基金具有完善的投研体系和高素质投研团队，具有产品设计方面的优势；其次，证券公司具备强大的投顾团队，作为金融产品代销机构，可以为个人养老金参与者提供更全面的财富管理服务；最后，证券公司作为资本市场的直接参与者，可以为养老产业相关企业提供丰富的资本市场服务，以满足其发展的资金需求。银发时代已然来临，从底层布局到投资教育，证券公司大有作为。

## 2. 资产管理：委托投资与产品创设

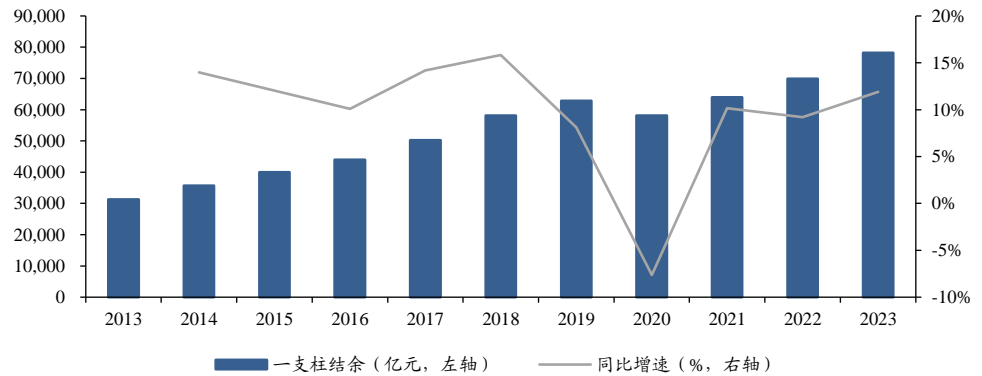
### 2.1. 第一、第二支柱养老金委托投资：主要依托公募子公司进行

近年来，我国在养老金投资管理方面实施了一系列重大改革举措，取得了令人瞩目的成效：第一支柱基本养老保险基金与第二支柱年金基金的保值增值效果显著，第三支柱个人养老金也在逐步落地。

#### 2.1.1. 第一支柱：社保基金会直接投资与委托投资相结合

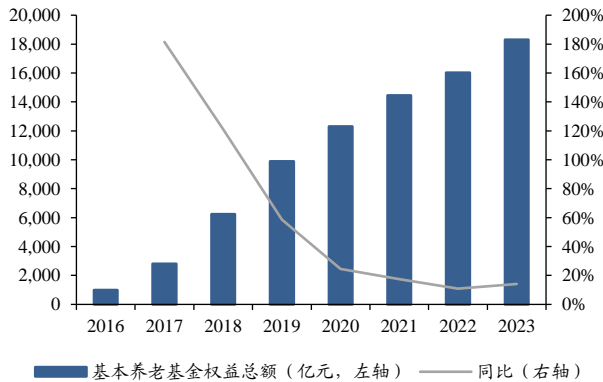
**基本养老金规模稳健增长，已实现全国统筹。**从第一支柱基本养老保险基金来看，2015年之前，我国的基本养老金曾经长期由省级及以下较低层级统筹管理，并以银行存款和购买国债两种投资方式为主，投资收益率在大部分时间低于同期通胀水平。2015年8月，国务院发布《基本养老保险基金投资管理办法》，明确了我国第一支柱的基本养老保险基金实行中央集中运营、市场化投资运作，由各省级政府统一归集后，委托给国务院授权的养老金管理机构进行投资运营。此后，各省市陆续将基本养老保险基金委托给全国社会保障基金理事会进行管理，至2023年底社保理事会管理的基本养老保险基金权益总额已达1.83万亿元，且2017—2022年平均投资收益率达5.06%。截至2023年底，我国基本养老保险基金结余为7.81万亿元，并在名义上实现了全国统筹。

图 1：我国基本养老保险基金结余



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：我国社保理事会管理的基本养老金权益规模



数据来源：全国社会保障基金理事会，东吴证券研究所

图 3：我国地方养老基金收益率 (%)

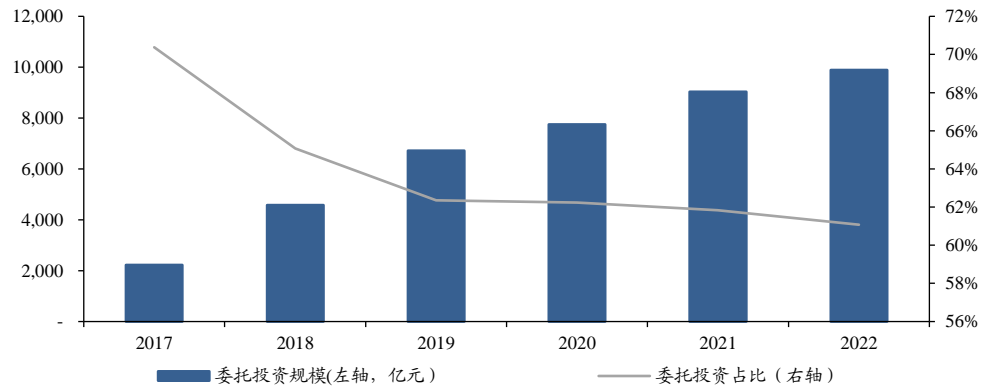


数据来源：全国社会保障基金理事会，东吴证券研究所

社保基金会采取直接投资与委托投资相结合的方式开展投资运作，券商多以基金子公司的形式参与委托投资。在直接投资模式下，社保基金会直接对基金进行管理运作，主要包括银行存款和股权投资；在委托投资模式下，社保基金会委托投资管理人对基金进行管理运作，主要包括境内股票、债券、养老金产品、上市流通的证券投资基金，以及股指期货、国债期货等。根据全国社会保障基金理事会的数据，截至 2022 年末，社保基金会受托管理的基本养老保险基金净资产中，直接投资和委托投资的比重分别为 38.92%、61.08%。2016 年 12 月 6 日，全国社会保障基金理事会发布 21 家基本养老保险基金证券投资基金证券投资管理机构的名单，包括 14 家基金公司，3 家保险资管，3 家养老保险和 1 家证券公司。14 家基金公司中，12 家为证券公司参股或控股公司。



图 4: 基本养老保险基金委托投资规模及占比



数据来源: 全国社会保障基金理事会, 东吴证券研究所

表 3: 基本养老保险委托投资机构

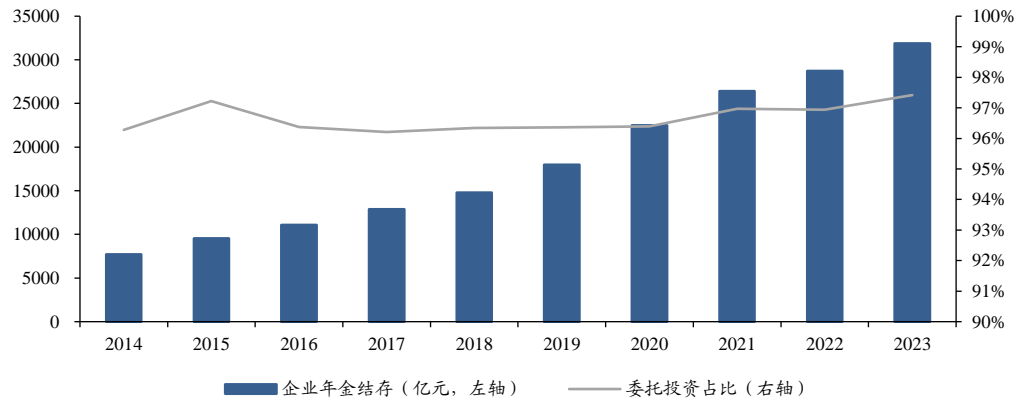
类别	公司名称
公募基金 (14 家)	博时基金、大成基金、富国基金、工银瑞信基金、广发基金、海富通基金、华夏基金、汇添富基金、嘉实基金、南方基金、鹏华基金、易方达基金、银华基金、招商基金
保险 (6 家)	泰康资管、中国人保资管、华泰资管、长江养老保险、平安养老保险、中国人寿养老保险
券商 (1 家)	中信证券

数据来源: 全国社会保障基金理事会, 东吴证券研究所

### 2.1.2. 第二支柱: 委托管理模式下证券公司参与比例超三成

我国企业年金、职业年金的投资管理采取委托管理的模式, 规模与覆盖范围不断扩大。从第二支柱年金基金来看, 我国企业年金累积基金规模从 2007 年的 154.6 亿元持续攀升至 2023 年底的 3.19 万亿元, 职业年金规模 2023 年底已达到 2.56 万亿元。企业年金的投资运营过程为: 建立企业年金计划的企业及其职工首先与企业年金理事会或者法人受托机构签订受托管理合同。受托人制定企业年金基金战略资产配置策略, 若受托人采取委托投资方式, 则受托人可选择投资管理人进行具体的投资运作。一个企业年金计划应当仅有一个受托人、一个账户管理人和一个托管人, 可以根据资产规模大小选择适量的投资管理人。职业年金的投资运营与企业年金的区别在于委托人与受托人之间增加了代理人, 代理人是代理委托人集中行使委托职责并负责职业年金基金账户管理业务的中央国家机关养老保险管理中心及省级社会保险经办机构。截至 2023 年末, 企业年金基金建立投资组合 5590 个, 投资规模为 3.15 万亿元, 投资运作率已达到 99%, 且近 10 年企业年金委托投资规模占比维持在 95% 以上, 稳定处于高位。

图 5: 我国企业年金累计规模



数据来源: 全国社会保障基金理事会, 东吴证券研究所

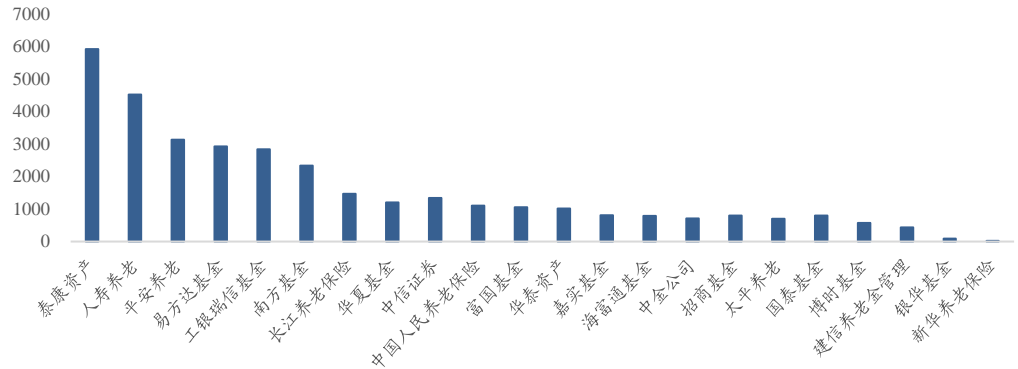
企业年金受托机构主要通过委托投资管理人进行投资, 证券公司参与比例超三成。2018 年, 职业年金市场化运作开启, 22 家投资管理人中 11 家为公募基金公司, 其中 8 家为证券公司参股或控股公司。除基金外, 保险亦扮演重要角色; 券商则相对较少, 仅中金公司、中信证券通过遴选成为养老金委托投资管理机构。在 22 家企业年金投资管理人中, 管理规模排名前三的均为保险资管或养老保险公司。2024 年三季度末, 证券公司直接或通过参控股基金公司间接参与规模为 1.2 万亿元, 占总规模比例为 34.2%。

表 4: 企业年金委托投资机构

类别	公司名称
公募基金	博时基金、富国基金、国泰基金、工银瑞信基金、海富通基金、华夏基金、嘉实基金、南方基金、易方达基金、银华基金、招商基金
保险	长江养老保险、平安养老保险、太平养老保险、新华养老保险、中国人民养老保险、中国人寿养老保险、华泰资管、泰康资管
养老金管理公司	建信养老金管理
券商	中金公司、中信证券

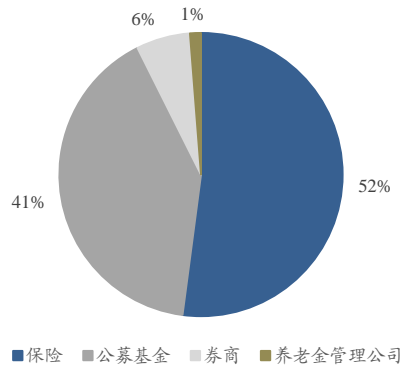
数据来源: 全国社会保障基金理事会, 东吴证券研究所

图 6：2024 年三季度企业年金各基金管理机构委托投资规模（亿元）



数据来源：Choice，东吴证券研究所

图 7：2024 年三季度企业年金各类型机构委托投资规模占比



数据来源：Choice，东吴证券研究所

## 2.2. 养老目标基金：公募基金参与养老金融主战场

### 2.2.1. 产品特征：追求长期稳定增值

养老目标基金是根据中国证监会发布《养老目标证券投资基金指引(试行)》要求发行的一类公募基金产品。2017 年 11 月 3 日，《养老目标证券投资基金指引(试行)》向社会公开征求意见。2018 年 4 月 12 日，财政部等五部委联合发布了关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知，宣布自 5 月 1 日起在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点，试点期限暂定一年。2018 年 8 月 6 日，首批养老目标基金获准发行。首批有 14 只养老目标基金获准发行，它们所属的基金公司包括工银瑞信、华夏、南方、嘉实、广发、中银、博时、富国、万家、中欧、易方达、鹏华、银华和泰达宏利。

**具有独特于常规 FOF 的限制要求。**养老目标基金产品定位清晰，以追求养老资产的长期稳健增值为目的，适合投资者长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险。目前，市面上所有养老目标基金产品均为 FOF 基金。养老目标基金与普通的 FOF 基金相比，具有其独特性。普通 FOF 投资目标更多样，定位并不专一，且对管理人，基金经理，子基金，权益仓位及最短持有期限的要求相对宽松。而养老目标基金的定位更明确，专为养老而设，鼓励投资人长期持有。对管理人、基金经理、子基金的要求更严格。比如普通 FOF 对管理人无特别要求，但养老目标基金要求公司成立满 2 年、公司治理健全稳定、投资研究团队不少于 20 人、成立以来或最近 3 年没有重大违法违规行等等。普通 FOF 是开放式基金运作，养老目标基金同有一定的封闭期要求，比如有定期开放的封闭运作期或投资人最短持有期限应当不短于 1 年等要求。权益仓位要求方面，普通 FOF 没有特别要求，养老目标基金规定，如果封闭运作期或最短持有期限不短于 1 年、3 年或 5 年，基金投资于股票、股票型基金、混合型基金和商品基金等品种的比例原则上分别不超过 30%、60%、80%。

表 5: 养老目标基金相关规定

类别	<指引>中的要求
基金管理人	公司须成立满 2 年，最近三年平均 200 亿元以上非货管理规模；投研团队不少于 20 人，其中符合养老目标基金基金经理条件的不少于 3 人；成立以来或最近 3 年没有重大违法违规行为。
基金经理	具备 5 年以上研究投资经验，其中至少 2 年为证券投资经验；或者具备 5 年以上养老金或保险资金资产配置经验；历史投资业绩稳定、良好；最近 3 年没有违法违规记录。
子基金	子基金运作期限应当不少于 2 年，最近 2 年平均规模不低于 2 亿元；子基金运作合规，风格清晰，中长期收益良好，业绩波动较低。
基金名称	应当在名称中包含“养老目标”字样，其他公募基金不得使用，即为专属命名方式。同时，“养老”的名称并不代表收益保障或其他任何形式的收益承诺。
持有期限	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应当不短于 1 年。
基金投资比例	如果封闭运作期或最短持有期限不短于 1 年、3 年或 5 年，基金投资于股票、股票型基金、混合型基金和商品基金等品种的比例原则上分别不超过 30%、60%、80%。

数据来源：证监会《养老目标证券投资基金指引（试行）》，东吴证券研究所

个人养老金制度将养老目标基金纳入养老金融建设板块，为其提供了宝贵的发展机会。我国为加快推进养老目标基金体系建设，提出一系列优惠政策。国务院办公厅于2019年4月16日发布的《关于推进养老服务发展的意见》中指出，应进一步扩大养老目标基金管理规模，稳妥推进养老目标证券投资基金注册，可以设置优惠的基金费率，通过差异化费率安排，鼓励投资人长期持有养老目标基金。养老目标基金应当采用成熟稳健的资产配置策略，控制基金下行风险，追求基金资产长期稳健增值。截至2024年12月12日，由人社部发布的《个人养老金基金名录》中，284只个人养老金基金有199只为养老目标基金，85只为权益类指数基金。养老目标基金得到官方的认可，进一步体现其与养老背景的高度适配及产品自身的稳定性。

**养老目标基金分为目标风险基金和目标日期基金。**养老目标风险基金根据不同投资者的风险偏好设定权益类资产的基准配置比例，产品的风险水平比较稳定。其定位为“配置工具型产品”，可细分为“积极型”，“稳健型”与“平衡型”，用以预先设定风险承受水平。养老目标日期基金根据不同投资者的预期退休日期来设定权益类资产的基准配置比例，随着所设定目标日期的临近，逐步降低权益类资产的配置比例，较好地体现了投资者风险承受能力与距离退休日时间长短的正向关系。其定位为“生命周期解决方案”，可细分为“阶梯型”与“曲线型”，用以预先设定目标日期。投资者可以根据自己的风险偏好水平及实际年龄来选择养老目标基金的分类。在选择产品时，若投资者有明确的风险偏好水平，且在一段时间内是基本不变的，那么投资者可以在“稳健”、“平衡”、“积极”等目标风险基金中选取符合自己风险偏好水平的产品。

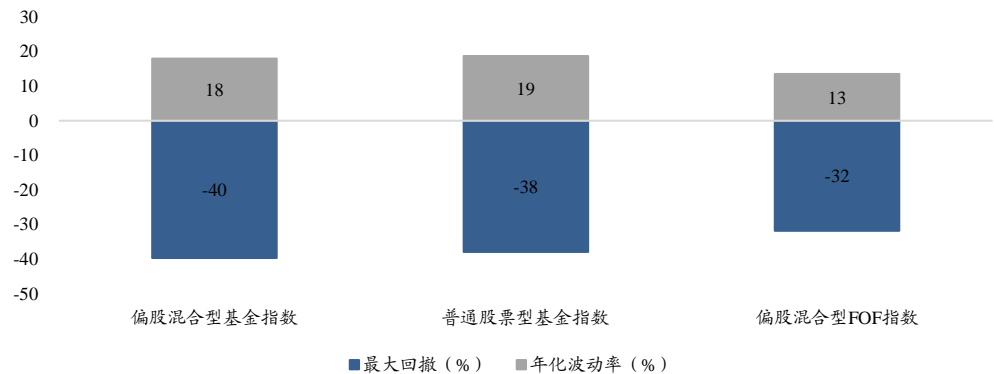
**表 6: 养老目标风险基金和养老目标日期基金的区别**

区别/类别	养老目标风险基金	养老目标日期基金
主要特点	产品的风险水平相对稳定	权益类资产配置比例随设定日期的接近不断降低
定位	配置工具产品	生命周期方案产品
再分类	“积极型”，“稳健型”与“平衡型”	“阶梯型”与“曲线型”
预先设定	风险承受水平	目标退休日期

数据来源：东吴证券研究所

**提供稳健的风险管理。**目前，我国所有养老目标基金都为 FOF 基金，这有利于控制风险，稳定投资。FOF 通过投资于多只基金，进一步分散了风险。历史数据显示，截至2025年1月20日，最近3年 Wind 偏股混合型 FOF 指数的年化波动率为13%，最大回撤为-32%；而 Wind 普通股票型基金指数和偏股混合型基金指数的年化波动率均在18%左右，最大回撤均在-39%左右。与含权比例相近的主动权益类基金相比，FOF 的波动和回撤都相对更低。

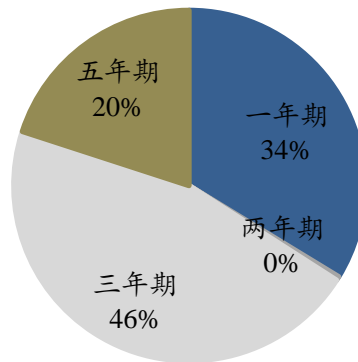
图 8: Wind 基金投资类型指数近三年的波动和回撤



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 注: 数据截止至 2025 年 1 月 20 日

**鼓励持有者长期投资。**养老目标基金均设置了不短于 1 年的封闭运作期或者最短持有期。截至 2024 年 12 月,我国已有 270 只养老目标基金(合并 A、C、Y 份额,如有),其中持有期为一年的有 91 只,持有期为两年的有 1 只,持有期为三年的有 124 只,持有期为五年的有 54 只。原则上,养老目标基金的持有期越长,可投资的权益类资产比例越高,相应的基金净值波动也会越大。通过设置持有期,可以帮助投资者避免其在市场波动的影响下做出频繁申赎等非理性行为,改善基金投资体验。

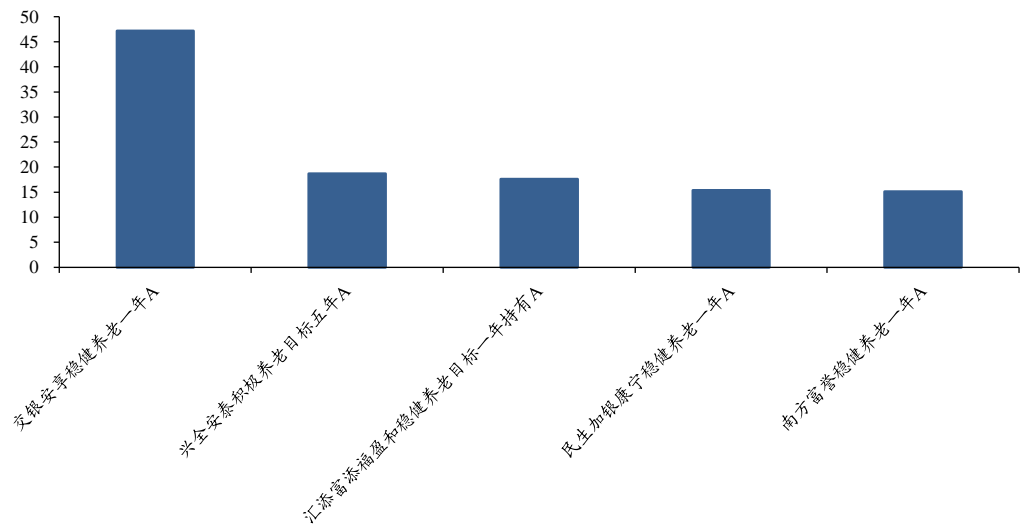
图 9: 不同持有期养老目标基金支数占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**投资者目前偏好一年制产品。**我国养老目标基金发展初期,个人养老金账户制度还未建立,因此投资者可能暂未察觉产品的长期养老投资属性。我国养老目标基金市场上以持有期三年及以上的基金为主,但投资者偏好持有期较短的一年制产品,目前我国养老目标基金规模总量前五名的产品大多为一年制养老目标基金。未来,若个人养老金账户制度成熟推广,预计多年制养老目标基金的需求将会进一步提升。

图 10: 养老目标基金单支产品规模 (前五名, 亿元)



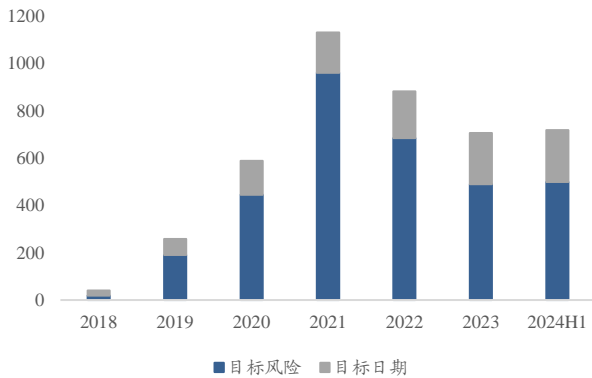
数据来源: Wind, 东吴证券研究所 注: 数据截至 2025 年 1 月 20 日

我国目前存在的养老目标基金多面向 70 后和 80 后, 但面向更年轻一代的养老目标基金市场也正在积极布局。以易方达基金在 2023 年 7 月提出的新产品为例, 易方达养老 2050 五年持有混合 (FOF) 的目标日期为 2050 年 12 月 31 日, 专为预计退休时间在 2045 年至 2055 年的投资者设计, 是养老目标基金中新兴而起的“新青年”角色, 同时也力争丰富该年龄段投资人群的产品选择, 为 90 后和 95 后“新青年”创造更多可能。

### 2.2.2. 发展现状: 短期规模承压不改长期趋势, 行业集中度较高

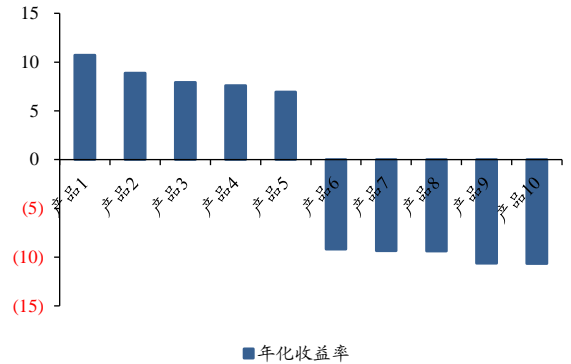
受资本市场波动的影响, 规模增长失速。2018 至 2021 年, 养老目标基金的规模从 41 亿快速增长至 1132 亿, 但是 2021 年之后, 受资本市场影响, 基金业绩普遍承压, 养老目标基金规模也呈现下降趋势。截至 2023 年底, 养老目标基金规模 706 亿元, 整体规模比 2021 年下降 38%, 其中目标风险基金 490 亿, 占比 69%。养老目标基金的规模受资本市场波动的影响较大, 与发行初期的高收益率相比, 截至 2025 年 1 月 20 日, 成立一年以上的养老目标基金平均年化收益率 0.07%, 最高收益率 10.72%, 最低收益率 -10.66%, 收益率较低在一定程度上降低了产品的吸引力。但我们认为, 养老目标基金的相对稳定与可靠性依旧使其为投资者长期配置的较好选择。

图 11: 2018 年以来养老目标基金规模变化 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 养老目标基金年化收益率前五名及后五名 (%)

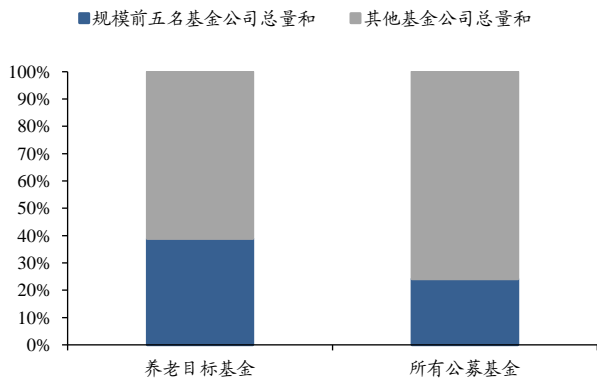


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 数据截至 2025.1.20 仅统计成立一年以上的产品, A、C、Y 份额单独统计收益率

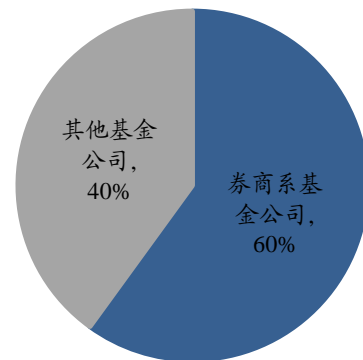
行业呈头部集中态势, 头部公司以券商系基金为主导。数据显示, 目前我国养老目标基金行业偏向头部集中, 截至 2025 年 1 月 20 日, 养老目标基金管理人 CR5 的规模占比为 39%, 高于全公募市场 CR5 占比的 24%。同时, 在头部养老目标基金公司中, 券商系基金占较大的比例, 总规模前五名的基金公司中, 四家基金公司均为券商系基金公司。

图 13: 养老目标基金和所有公募基金的头部集中情况对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 注: 数据截至 2025 年 1 月 20 日

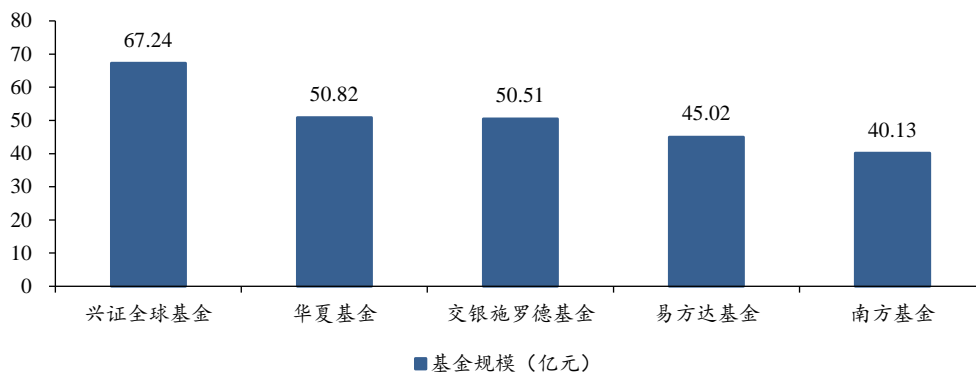
图 14: 养老目标基金规模前二十名公司中券商系占比情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 注: 数据截至 2025 年 1 月 20 日



图 15: 养老目标基金管理人 CR5 管理规模 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 注: 数据截至 2025 年 1 月 20 日

**发起式基金规则对养老目标基金的规模与业绩提出考验。**根据发起式基金规则,基金成立之初,基金管理人及高管等作为发起人认购不少于 1000 万元且持有期限不少于 3 年,则可免于首发规模限制,如果基金在成立 3 年期满时仍未能达到 2 亿元的规模下限,则会被强制清盘。由于养老目标基金持有期较长、市场认知度较低、首发募资 2 亿元较为困难,市场上的养老目标基金多以“宽进严出”的发起式基金居多,寄望于“先成立,后发展”。部分养老目标基金无法满足这一规则,导致其面临一定的清盘风险,甚至直接清盘。2024 年,鹏华基金旗下鹏华长乐稳健养老目标一年 FOF,平安基金旗下平安养老目标日期 2045,中信保诚养老目标 2035FOF,以及浦银安盛养老目标日期 2040FOF 等养老目标基金陆续清盘,增加了其他基金产品的规模与业绩压力。

### 3. 财富管理: 提供专业养老金配置服务, 满足人民养老需求

#### 3.1. 助力第三支柱发展, 代销个人养老金基金

**个人养老金制度拟向全国推广, 个人养老金资产规模增长空间较大。**2024 年 1 月 24 日, 人力资源社会保障部举行 2023 年四季度新闻发布会, 会上提到“个人养老金制度是政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的补充养老保险制度, 年缴费上限为 12000 元, 属于第三支柱保险中由国家制度安排的部分。在 36 个城市及地区先行实施的个人养老金制度, 目前运行平稳, 先行工作取得积极成效, 下一步将推进个人养老金制度全面实施”。根据人社部披露, 截至 2024 年末, 开立个人养老金账户的人数已超过 7000 万人。

**券商个人养老金基金销售机构数量多于银行及独立销售机构。**根据证监会《个人养老金基金销售机构名录》, 截止至 2024 年 9 月, 共 51 家机构入围, 其中券商 24 家, 多于银行的 19 家和独立基金销售机构的 8 家。

表 7: 个人养老金基金销售机构名录

类别	公司名称
商业银行 (19家)	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行、中信银行、光大银行、招商银行、浦发银行、民生银行、平安银行、兴业银行、广发银行、北京银行、宁波银行、华夏银行、上海银行、江苏银行
证券公司 (24家)	华泰证券、中信证券、广发证券、中信建投、招商证券、中国银河、国泰君安、国信证券、东方证券、兴业证券、海通证券、申万宏源、中金财富、长江证券、中信证券(山东)、中信证券华南、平安证券、安信证券、方正证券、中银国际、中泰证券、西部证券、光大证券、东方财富证券
独立基金销售机构 (8家)	蚂蚁、天天基金、腾安基金、盈米基金、同花顺、雪球基金、京东肯特瑞基金、好买基金

数据来源: 证监会, 东吴证券研究所

各类代销机构展现出不同特点, 证券公司投研优势显著。长期以来, 基金公司直销主要聚焦于机构客户, 零售客户依赖于代销渠道, 因此在个人养老金业务上也并不具备自身渠道优势、需要依赖于代销。但个人养老金基金产品费率优惠力度较大, 普遍免除申购费率, 管理费率 and 托管费率仅为普通产品的 5 折, 对代销渠道的销售激励较为有限。从不同代销渠道来看:

1) **证券公司:** 渠道能力有限, 但客户风险偏好高、权益类产品服务能力强。券商个人客户主要来自于股票交易客户的转化, 引流入口有限, 线下渠道弱于银行、线上渠道弱于第三方。但客户风险偏好本身偏高、有一定权益类资产的投资经验, 对高收益的需求较强、对公募基金产品的接受度较高。同时, 券商对基金公司和基金经理的管理风格、投资能力等专业认知更深入, 对权益类基金的推介更独到、精准, 助力提升客户资产配置效率。同时, 券商投顾服务可以线上线下同步进行, 通过全生命周期的“顾”服务, 促成客户购买个人养老金基金产品、增强客户粘性。

2) **商业银行:** 网点众多、渠道下沉、客群广阔, 品牌信任度高; 同时私行业务高净值客户集中。尽管银行产品品类齐全, 但大众客户风险偏好低、银行总体以稳健配置型产品为主, 因此更擅长固收类产品的服务, 权益类产品服务能力偏弱。

3) **独立基金销售机构:** 以产品超市为主要商业模式, 普遍缺乏投研能力; 但牢牢把握线上流量入口、客户规模大, 易于覆盖大众客户和长尾客户, 线上渠道优势已充分形成护城河。

### 3.2. 强化渠道协同, 多元化构建养老金融全旅程服务体系

**强化渠道协同, 向全周期陪伴式服务转型。**养老服务金融是围绕人一生的养老财富积累和消费活动, 周期长、涉及面广、专业性强。一方面, 券商可基于其专业的财富规划和投资顾问人员为国民提供专业中介服务, 根据不同人的风险偏好和养老需求, 与养

老金融产品实现较好匹配。在 App 服务功能优化方面，部分证券公司建立了内容丰富的一站式个人养老金专区，既包括产品购买、定投、持仓查询等基础功能，提供丰富的养老资讯和实用养老工具（如节税计算器），加强与客户的深度互动。另一方面，券商可尝试加大智能投顾在养老服务金融的应用，通过大数据和人工智能，结合养老目标进行个性化资产配置，提升养老金投资科学性和专业性。

**积极开展投教活动，培养居民养老投资意识。**养老体系“第三支柱”的发展壮大是一个不断对社会公众“教育-接受-参与-获益-正反馈”的良性循环过程，券商同步推进业务发展和投资者教育工作，要依托投资者教育平台，积极开展养老投资知识普及，提高居民特别是年轻人对个人养老金储备必要性的认识和自我保障意识，打造“一站式”全流程客户陪伴式服务，提升投资者的投资体验和获得感。

**各券商在多元化养老金融服务方面进行了积极尝试。**近年来，多家券商依托其完善的监管和风控体系、专业的投资能力和丰富的产品体系，积极布局养老金融，通过广泛开展投教活动进行客群渗透，致力研发并提供多元化养老金融产品及服务。

表 8: 券商养老金融多元化服务实践

类型	公司	具体措施
券商	兴业证券	(1) 与 11 家银行完成了个人养老金系统接入； (2) 实行丰富的个人养老金证券投资账户开立方式，包括单独开户、并行开户、企业团体批量开户； (3) 总裁刘志辉在“养老金融：多层次养老保障体系应对长寿时代”主题论坛上发表讲话； (4) 与联合国开发计划署合作开展银发经济与养老金融研究。
	中国银河	(1) 设立专门个人养老金服务专区，通过“养老保险+养老公募基金”等方式，持续为客户提供银河特色“安养计划”解决方案 (2) 准入多家头部保险公司，积极引入多款养老保险产品，积极探索保障型和理财型的全品类保险配置解决方案； (3) 衍生出包括养老社区、康养服务在内的多种特色服务项目。
	中信证券	进行 2024 年中国居民养老财富管理现状的问卷调查。
	国新证券	开展各类投教活动，围绕养老金融主题，开展趣味知识问答，宣传防范非法证券活动、维权渠道等知识。
	中银证券	开展各类投教活动，通过党建学习、实际行动、行业交流等方式服务老年客户、助力养老金融。
	光大证券	入选个人养老金基金销售机构名录，开设个人养老金专区。

数据来源：证券时报网，和讯网，新浪财经，东吴证券研究所

### 3.2.1. 东方证券：多形式开展投教，汇集内部资源

作为首批通过个人养老金系统验收的机构，东方证券早在 2022 年证监会发布《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（征求意见稿）》时，就已开展了对个人养老金账户管理制度建设、系统建设等方面工作的部署。当年，中国证监会发布

首批个人养老金投资基金销售机构名录，东方证券成功入选，成为首批个人养老金基金销售机构。

**积极推进个人养老金业务发展。**在账户体系方面，个人养老金业务已纳入东方证券一户通账户体系进行综合管理，并建立个人养老金专用投资账户。该账户实现了统一登录、认证和资产视图，为投资者提供便捷的养老金管理服务。目前，公司养老金账户开户数量在证券行业中处于前列。在系统建设方面，公司高度重视金融科技赋能业务发展，搭建了手机线上和营业部线下多渠道开户体系，实现养老开户合作银行跳转等功能，优化客户开户体验。同时，东方赢家 APP 个人养老金专区涵盖了养老基金交易、基金定投、基金转换等功能，为客户提供高效、安全、便捷的养老金融服务。

图 16: 东方赢家 APP 个人养老金专区



数据来源：东方证券公众号，东吴证券研究所

**多形式开展养老投资者教育活动。**东方证券积极创新“进校园、进企业、进农村、进社区、进商圈”等养老投教活动形式，同时联合重点渠道和合作伙伴开设养老专区，制作养老知识科普出版物，创设养老投资者教育线上系列课程，积极参与监管协会养老专项投教活动，践行养老普惠金融服务。2023 年，东证资管通过“东方红万里行”客户服务活动，多次就个人养老投资开展投教活动，提高居民对个人养老投资的认知。针对高校学生群体，东证资管携手复旦大学管理学院开展养老投教快闪活动，通过沉浸式互动体验帮助高校师生提升养老储备意识。

**汇集专业团队提供服务。**东方证券旗下东证资管、汇添富基金是市场上较早布局公募养老基金的机构之一，同时是中国证券投资基金业协会养老金委员会的委员单位。东证资管成立了基金组合投资团队，汇聚业内财富管理、多资产投资、基金选择的资深专家，将资产管理和财富管理相结合，提供有针对性、动态调整的一揽子基金组合产品，

助力投资者实现养老金保值增值。同时在产品布局方面，建立起较为完善的养老产品线，为广大投资者提供不同风险层次、不同锁定持有期的多元化选择。

### 3.2.2. 兴业证券：构建“兴业生态”，推动实业与学术互促

自 2022 年 11 月个人养老金业务试点工作正式运行以来，兴业证券作为首批 14 家试点券商之一，持续推进个人养老金各项业务的开展，截至 2024 年 12 月 16 日，公司个人养老金账户开户数接近 40 万户，形成行业先发和领先优势。

**构建“兴业”生态，养老金融产品的销售和保有同业领先。**兴业证券控股兴证全球基金管理有限公司、兴证期货有限公司，全资拥有兴证证券资产管理有限公司、兴证创新资本管理有限公司、兴证投资管理有限公司。依托完善的架构体系，兴业证券着力打造全生命周期养老投资服务综合金融提供商，提出针对养老业务的“5A”服务体系，旨在发挥“投研+产品+服务”三方面的特殊优势，为每位客户提供覆盖完整生命周期的优质养老服务。兴证全球基金作为首批试点个人养老金业务的基金公司，已构建完备的涵盖稳健、平衡、积极策略的养老产品线。截至 2024 年 7 月，兴业证券代销保有养老 FOF 基金超 7 亿元；截至 2024 年 12 月兴证全球基金养老 FOF 总规模超过 60 亿元，旗下 5 只养老 FOF 基金 Y 份额均进入中国证监会个人养老金基金名录，整体规模超过 10 亿元，市场排名前 3。除此之外，早在 2022 年 7 月，兴业证券已与兴业银行签署战略合作协议，双方同根同源、文化相通、战略契合，在存管结算、资金融通、资产管理、投行、FICC、资产托管、研究咨询等多个领域开展全面业务合作，共同打造“商行+投行+投资”模式，促进养老金融服务发展。

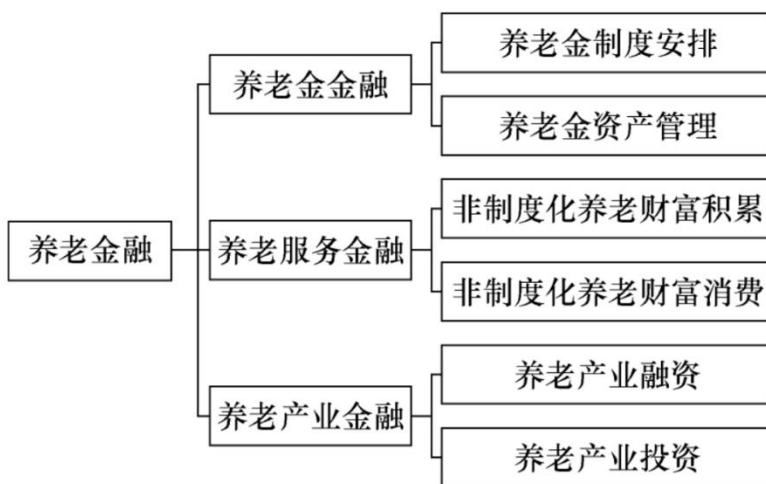
**以有温度的客户陪伴引导科学养老理财观念。**兴业证券一直高度重视养老投资者的教育工作，早在 2022 年，子公司兴证全球基金举办《投资·百岁人生》养老论坛，并向投资者发起“百岁人生定投计划”，呼吁投资者以积极的规划应对长寿时代，活动辐射近 3000 万受众；2023 年，兴证全球基金出版《这样做，迈出养老投资第一步》，这是业内第一本专业投资者给年轻人的养老规划方案指南。该公司也在官网及官方 APP 设置养老专区，上线了养老计算器、养老小课堂、个人养老金制度解读等一系列使用指南，有效提升客户对养老投资的认知。

**推动实业与学术互促。**2023 年 12 月，兴业证券股份有限公司总裁刘志辉出席中国财富管理 50 人论坛 2023 年会，并在“养老金融：多层次养老保障体系应对长寿时代”主题论坛上发表题为《积极发挥资本市场作用，谱写养老金融发展新篇章》的演讲。中国财富管理 50 人论坛是非盈利性质的学术智库组织，兴业证券从证券公司的视角出发提出三点核心看法，助力养老金融高质量发展。兴业证券同时与联合国开发计划署合作开展银发经济与养老金融研究，以专业服务银发经济，推动养老金融发展，助力多层次养老保障体系。自合作以来，兴业证券与多方密切协作，积极发挥专业研究及投资管理优势，胸怀“国之大者”，强化使命担当，获得多方好评。

#### 4. 产业金融：投融一体，未来潜力巨大

**养老产业金融是养老金融发展的一大支柱。**从资产端的视角来看，养老产业投资额度大，回报周期长，客观上需要通过市场化融资手段或政策性融资手段共同支持养老产业发展。其中，市场化融资手段包括养老产业机构发行债券、上市、并购等；政策性融资手段包括政策性金融债、政府贴息贷款等。从资金端的视角来看，解决金融资本参与养老产业发展问题的本质是优化金融资本的供给，从而更好实现金融资本的有效配置。由于养老产业在实现经济效益的同时，还有社会效益，因此也存在一些不以获利为目的的投资工具，比如政府引导基金等。

图 17：养老金融概念框架



数据来源：董克用、孙博、张栋《养老金到养老金融：中国特色的概念体系与逻辑框架》，东吴证券研究所

##### 4.1. 我国当前养老产业发展尚处于初级阶段

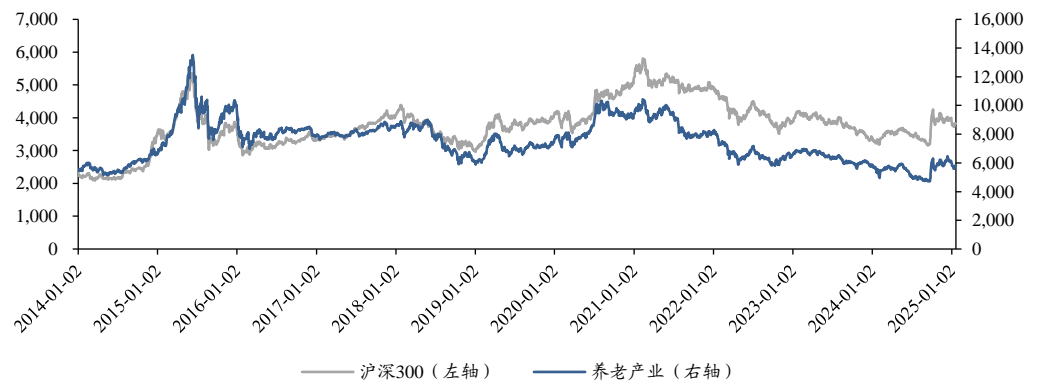
**发展理念落后，产品同质化，供需矛盾严重。**当前银发产业发展理念滞后，大多以解决高龄老年人的基本生活需求为发展目标，导致面向老年群体的产品单一、质量不高，与老年群体的多样化需求之间存在矛盾，进而突出了吸引力不足、盈利能力不足的问题。习近平总书记指出要“把积极老龄观、健康老龄化理念融入经济社会发展全过程”“让老年人共享改革发展成果，安享幸福晚年”。银发经济正在发展模式转换的转型期。养老观念正在从“基本生存需求型”转向“享受型、发展型、参与型”，从“少部分有照护需求的老年人”扩展到“全体老年人”的美好老年生活。伴随老年消费特征变化、升级趋势，需要推进供给侧结构性改革，开发更加人性化、品质化、实用化的老年用品，实现供需精准对接，形成新兴银发消费市场，提升养老产业的资本吸引力。

**融资总量不足和渠道有限。**银发产业经济由于投资周期长、回报慢、稳定性强、现金流足等特点，近年来融资存在一定困难，产业规模与目标万亿级的银发经济规模相比

仍然存在巨大差距。同时，我国养老产业融资渠道有限，主要集中在固定资产抵押贷款等传统银行信贷，通过风险投资等获取的资金很少。传统信贷资金程序冗杂，不利于资金快速周转，且养老服务轻重资产逐渐分离的大趋势下，企业更难通过传统借贷满足资金需求，资金缺口进一步扩大。

近年来，养老产业在二级市场的表现相对平庸。银发经济涉及面广、产业链长、业态多元，具有资金需求量大、回收周期长、风险较高、收益不确定等特点。基于养老产业本身的特点，和养老产业金融相关的政策法规的不完善、不健全，养老产业普惠性经营主体面临着如何盈利的压力和问题，这在一定程度上造成金融资本对养老产业的排斥。

图 18：中证养老产业指数与沪深 300 表现对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：数据截至 2025 年 1 月 20 日

从具体表现看，中证养老产业指数从沪深市场中选取 80 只涉及健康管理、休闲旅游、人寿保险等养老产业相关业务上市公司证券作为指数样本，反映沪深市场养老产业相关上市公司证券的整体表现。截至 2025 年 1 月 20 日，中证养老产业指数基日（2004 年 12 月 31 日）以来收益率为 9.45%，高于沪深 300 指数的 7.13%；近一年及近三年养老产业指数的收益率跑输沪深 300 指数。从比率指标看，养老产业指数近三年、近五年的年化波动率与年化换手率均高于沪深 300 指数，夏普比率两者基本相当。我们认为，养老产业需要长期主义的投资眼光，市场对投资养老产业的热情和耐心不足，使养老产业被迫局限于以银行借贷为主的投资方式，资本需求无法满足，不利于我国养老产业体系核心竞争力的增强。

表 9: 中证养老产业指数与沪深 300 指数表现对比

	2025 年 1 月	近一月	近三月	近一年	近三年	基日以来
养老产业	-3.23%	-6.01%	3.01%	4.71%	-9.86%	9.45%
沪深 300	-2.67%	-2.50%	-2.43%	17.12%	-7.64%	7.13%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 截至 2025 年 1 月 20 日

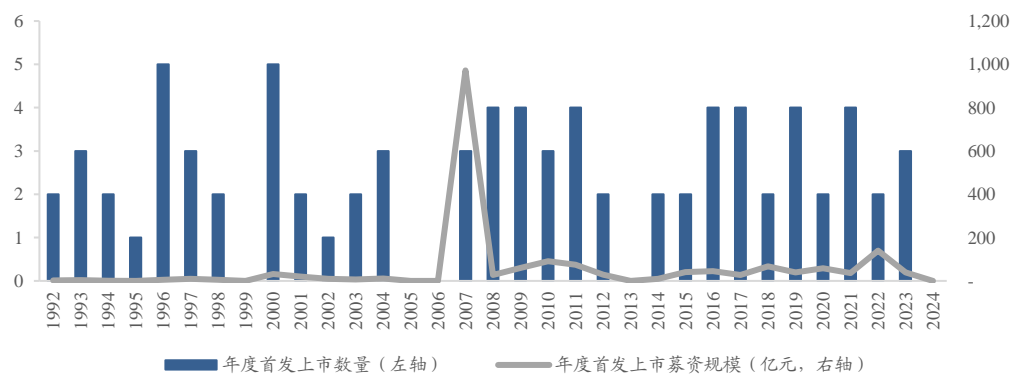
#### 4.2. 证券公司对于养老产业的支持具有较大潜力

尽管养老产业当前面临政策机遇、需求机遇、经济转型机遇等多重机会,但在产业投资和企业融资问题上仍存在堵点,券商涉足养老产业金融的程度仍明显不足。

**主题基金产品稀少。**目前中国市场专门以养老产业为投资主题的基金产品数量较为有限,其中相关公募基金不超过 10 只,规模总计不超过 100 亿元,主要集中在医疗保健、养老地产和相关服务领域。我们认为,养老产业当下并没有受到券商机构资本的充分关注,主要是由银发经济本身投资回报期长、产业体系不完善、经营风险大以及具体支持政策滞后导致的。

**近年养老相关企业首发上市较少。**以中证养老产业指数成分股(上市时间介于 1992 年至 2023 年)为例,近三年度首发上市股票仅 5 只,分别为联影医疗、华夏眼科、海看股份、乖宝宠物、百利天恒-U,数量占比不足 7%。首发上市募资金额 178.9 亿元,占比不足 10%。

图 19: 养老产业各年度首发上市数量和规模



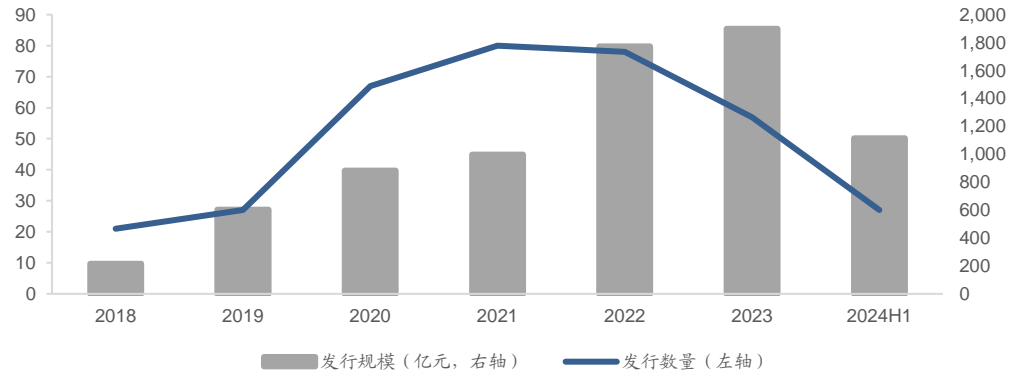
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**债券发行规模扩大,股票增发募集资金较少。**以中证养老产业指数成分股为例,2022 年、2023 年、2024 年上半年分别发行债券 78 个、57 个、27 个,数量呈减少趋势,期间发行总规模分别为 1772.5 亿元、1897.9 亿元、1114.3 亿元,呈持续上涨趋势。相比之



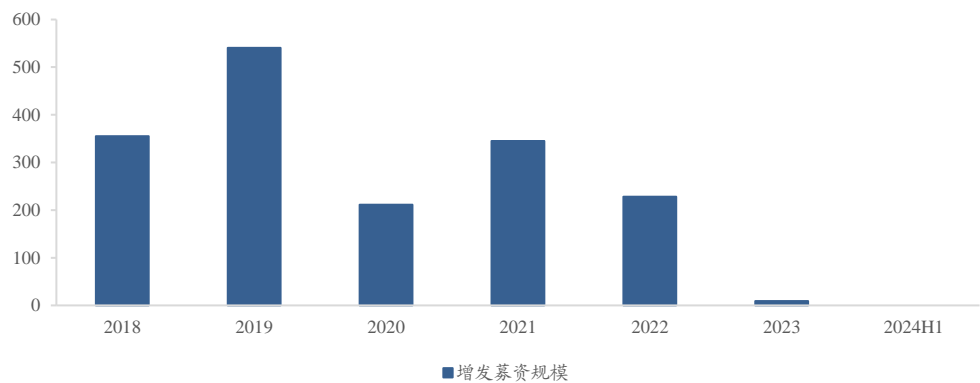
下，增发股票募资额较少，且规模呈持续下滑趋势。

图 20：养老产业各年度债券发行数量和规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21：养老产业各年度增发募资规模 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**相关资产证券化项目较少。**以中证养老产业指数为参照，养老产业分类企业中可选消费、日常消费、医疗保健三大类别企业占比 82.5%。据 Wind 数据，近三年来中国 ABS 项目可分为 19 大类，共有 5630 个项目，发行金额 64785 亿元。可选消费、日常消费、医疗保健三类 ABS 项目加总只有 404 只，发行金额为 4488.58 亿元，占比不足 10%。养老产业相关行业的 ABS 融资热度相对较低。

综上所述，目前券商机构对养老产业金融发展的支持程度较低，在产业投资和企业融资方面还有发挥更大作用的空间。金融机构共同支持养老产业金融发展是构建完善养老产业体系、推动银发经济健康发展的应有之义，应当给予更高的关注。

### 4.3. 投融双轮驱动，服务养老产业金融

银发时代已然来临，“如何养老”成为时代命题。金融是国民经济的血脉，以养老金融新篇章积极应对人口老龄化，推动养老产业金融健康健全发展，构建完善的养老产业体系，切实满足人民群众的养老需求，是建设中国特色现代金融体系的应有之义，也是券商机构责无旁贷的使命担当。

#### 4.3.1. 投资支持

**关注养老产业投资机会，设立专项主题基金产品。**证券公司充分运用自身专业的投研优势，秉持长期投资、价值投资理念，发挥多资产配置能力，在平衡经济收益与社会收益的基础上，创新设计养老主题基金、主题产品，优化养老产业上市公司的融资结构，更好满足其融资需求，支持养老服务企业的发展。

**开展高质量相关投研服务，提升市场对养老产业优质投资机会的关注。**组织券商，金融机构专业人员，依托研究院、研究所，成立研究专项课题小组，围绕国际经验借鉴、市场调查分析、服务创新设计、行业发展策略等重点研究方向，注重实务性、操作性，开展跨行业高水平养老金融课题研究攻关。

#### 4.3.2. 融资支持

**发挥专业投融资认知优势，为优质企业的经营与上市提供规范、引导、支持。**持续拓展养老产业的投行业务，发掘和辅助具有核心竞争力的潜能公司、成长企业，为其提供上市辅导和支持，满足融资需求。以养老产业金融全面支撑银发产业服务、产品落地。特别地，养老产业发展不仅是规模的扩大，还有质量的提升。面对新一轮科技革命和产业革命纵深发展带来的便利条件，随着经济发展水平的提高，老年人群体对养老质量有了更高的需求，深度融合应用物联网、大数据、云计算、人工智能等新一代信息技术的智慧健康养老产业将快速发展。在这种情况下，金融支持养老产业发展，还需要充分考虑养老产业发展趋势，特别是智慧健康养老产业发展等，加强金融产品和服务创新，加快发展数字金融，不断提升金融服务质量，推动养老产业高质量发展。

**主动探索推出定向融资服务，拓宽有效融资渠道，优化企业融资结构。**提供融资综合服务，在企业的各个融资环节为符合条件的养老产业企业提供融资支持。包括协助上市融资，协助发行债券和增发股票募集资金。符合条件的金融机构，可通过发行金融债券等方式筹资支持养老地产、养老社区项目、养老服务机构以及相关养老产业企业发展。

**创新融资机制和服务。**为投资参与养老产业的社会资本提供融资支持，探索与政府购买服务相配套的金融支持方式。进一步破解中小养老机构“融资难、融资贵”难题。利用流动资金贷款、贸易融资和固定资产贷款等打造多层次的养老金融产品组合。探索通过投贷联动、资产证券化等手段强化养老产业综合服务。通过多渠道融资解决融资难题，进一步降低养老产业中小企业融资实际利率，统筹运用多种金融工具，支持中小企业发展，降低企业融资成本。

## 5. 风险提示

- 1) **权益市场大幅波动**: 后续资本市场若大幅下跌, 对于券商板块而言将带来业绩和估值的双重压力。
- 2) **宏观经济复苏不及预期**: 宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度, 并且影响居民购买力及财富管理产品配置需求, 进而造成证券行业收入下滑;
- 3) **资本市场监管趋严**: 监管政策收紧或将对证券行业各项业务经营环境造成影响, 进而导致证券公司面临业绩波动风险;
- 4) **行业竞争加剧**: 行业竞争加剧情况下, 市场出清速度加快, 中小型券商面临较大的经营压力。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>