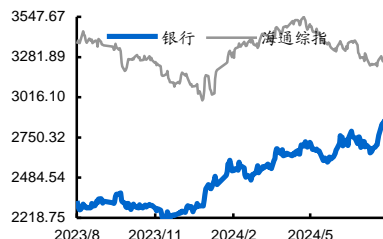


投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《7 月社融数据点评：贷款降票据升，居民长贷同比改善》2024.08.13

《周报：6 月新发放贷款利率环比下降，Q2 上市银行利润增速有望提升》2024.08.13

《周报：LPR 和存款利率同时下降》2024.07.29

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@haitong.com

证书:S0850515040002

分析师:林加力

Tel:(021)23154395

Email:lj12245@haitong.com

证书:S0850518120003

分析师:董栋梁

Tel:(021)23185697

Email:ddl13206@haitong.com

证书:S0850523100001

分析师:徐凝碧

Tel:(021)23185609

Email:xnb14607@haitong.com

证书:S0850524070006

养老金融银行篇：向精、向全、向实

投资要点：

- **养老金融方面**，银行业务以存款、受托、托管为主，第三支柱相关业务涉及代销、理财等。大中型银行在养老金融领域拥有牌照优势，如养老金第一支柱相关的对公金融业务、第二支柱的受托托管等业务、第三支柱的账户开立、基金代销业务。我们认为直接来源于养老金金融的中间收入占整体中收的比重不高，但由此带来的低成本存款会为银行带来综合效益。
- **养老服务和养老产业方面**，银行业有针对性地在养老领域推出产品、倾斜资源。非制度化的养老财富管理服务首先是定制养老金融产品，养老理财规模快速增长至千亿；养老金融便捷性支持的典型案例如适老化改造，银行业适老化改造线上与线下、硬件与软件相结合。银行在为养老产业提供金融支持方面扮演不可或缺的角色，通过提供差异化信贷支持来满足养老产业合理融资需求，也为养老产业提供贷款外的融资渠道，如承分销各类债券、发展养老设备租赁服务等。
- **美国银行业混业经营**，多以下属资管机构推出养老产品（如 DC 计划）与咨询服务的方式参与养老金融，从第二支柱中最主流的 401(K)计划来看，银行较少承担账户管理（Recordkeeper）的服务，且费率呈现出逐年下降的趋势。美国养老金规模庞大，第二、第三支柱覆盖面广、占比高、增量多，大类资产配置多以权益类为主。401(K)计划投资选择多样，权益占比高，债券及货币基金占比较低，目标日期基金的份额逐渐提升。第三支柱 IRAs 覆盖度约为 40%，以传统型 IRAs 为主导，配置同样以权益类为主。
- **日本信托银行在养老金融领域扮演了重要角色**，GPIF、企业年金的托管均以信托银行为主。日本养老金金融综合费率较低，GPIF 的平均费率为 0.02%，DB 计划和 DC 计划平均费率大致在 0.1%~0.3%。日本养老金体系同样以三部分组成，其中第一支柱（公共养老金）、第二支柱（企业 DB/DC 计划）为主体。此外，日本在公共养老金计划中单独设立一定的储备资产以弥补未来养老金缺口，日本政府养老金投资基金（GPIF）负责管理和投资。
- **在我们看来**，银行服务养老金融的优势在于客户群体广泛，网点多、粘性强，服务费率有竞争力，作为托管人拥有养老金资产全局视角。养老金是老年人的主要收入来源，养老金账户是养老金财富管理的起点。养老财富管理属于个性化专业化产品，客户的认知水平尚且有限，在销售阶段线下渠道或可发挥更大作用；而在“售后服务”阶段，线上服务能够保持与养老客户的紧密联系。此外，银行理财的投资范围较基金更广，费率较基金更低。同时，银行的养老金融供给能力受一些因素的限制：综合服务能力弱，考核注重短期，中小银行难以参与竞争。
- **我们认为**，未来养老金市场规模有向上空间，费率可能下降，投资范围或有扩展，个人养老金的转换、提取、税收优惠有望进一步改良；养老服务业将呈现普惠化、产业化、智慧化的发展趋势。商业银行或顺应趋势，进行养老金融供给侧改革，打通“养老投教-养老规划-资产配置-产品优选-长期陪伴”财富管理链条。
- **风险提示**：金融产品费率的公开信息与实际情况可能存在差异；国内外养老金融政策体系不完全可比；金融监管政策可能发生变化。

目 录

1. 银行在养老金融领域的实践.....	5
1.1 养老金金融：以存款、受托、托管为主，涉及代销、理财等.....	5
1.1.1 第一支柱	5
1.1.2 第二支柱	7
1.1.3 第三支柱	13
1.2 养老服务金融：以养老财富管理为主线，适老化改造为基础.....	15
1.3 养老产业金融：放宽贷款条件，扩展贷款外融资渠道	15
2. 海外养老金融及银行业的角色	16
2.1 美国：银行系资管机构提供第二、第三支柱的咨询、投资管理服务.....	16
2.2 日本：信托银行是主要的养老金信托机构，信托费率较低	19
3. 银行养老金融零售客户画像.....	24
3.1 已退休人群：财富安全性为先，重视财富传承	24
3.2 备战养老人群：中青年已具备养老意识，风险偏好更高	25
4. 我国银行服务养老金融的优势和存在问题.....	25
4.1 优势：客户群体广泛、粘性强，拥有养老金资产全局视角	25
4.2 问题：综合服务能力弱，考核注重短期，中小银行难以参与	26
5. 未来发展方向	27
5.1 养老金市场：预计量增费率稳，第三支柱机制有优化空间	27
5.2 养老服务与产业：广度和深度提升，宏观政策支持.....	28
5.3 银行自身的优化方向	28
6. 风险提示	29

图目录

图 1	社保卡发展历史	6
图 2	社保卡持卡人数及普及率	6
图 3	2023 年企业年金基金管理机构受托管理资产金额（亿元）	10
图 4	2023 年企业年金基金管理机构受托业务情况（银行及银行子公司）	11
图 5	2023 年企业年金基金账户管理情况	11
图 6	2023 年企业年金基金托管情况	12
图 7	2023 年企业年金基金投资管理规模（亿元）	12
图 8	2023 年企业年金基金管理机构投资管理情况（银行及银行子公司）	13
图 9	美国养老金资产分布情况（单位：万亿美元）	16
图 10	1995 年美国三支柱规模及占比（单位：万亿美元）	16
图 11	2023 年美国三支柱规模及占比（单位：万亿美元）	16
图 12	401(K)计划投向占比（单位：% ，按参与人年龄分类）	17
图 13	目标日期基金在 401(K)中的份额逐年提升（单位：% ）	17
图 14	传统型 IRA 投资者的投资结构（单位：% ）	18
图 15	罗斯 IRA 投资者的投资结构（单位：% ）	18
图 16	权益基金的平均费率（单位：% ）	18
图 17	混合型基金的平均费率（单位：% ）	19
图 18	债券基金的平均费率（单位：% ）	19
图 19	日本养老金市场规模（单位：万亿日元）	20
图 20	日本养老金市场结构（单位：万亿日元）	20
图 21	GPIF 大类资产利息/股利收入（单位：十亿日元）	21
图 22	GPIF 大类资产利息/股利收益率	21
图 23	GPIF 管理及托管费率低至 0.02%	23
图 24	GPIF 各大类资产管理及托管费率（单位：% ）	23
图 25	主要国家养老金三支柱规模占 GDP 比重（2020 年）	27

表目录

表 1	11 家大型城市的新版社保卡合作银行（国有大型银行）	7
表 2	11 家大型城市的新版社保卡合作银行（全国性股份制银行）	7
表 3	11 家大型城市的新版社保卡合作银行（区域性银行）	7
表 4	企业年金基金管理机构名单（2022 年更新版）	8
表 5	银行企业年金基金牌照一览	9
表 6	企业年金服务收费标准	10
表 7	2023 年银行企业年金相关中收估算（单位：亿元）	13
表 8	首批开办个人养老金业务的商业银行和理财公司名单	14
表 9	个人养老金基金销售银行（截至 2024 年 3 月 29 日）	14
表 10	GPIF 大类资产配置比例（2020 年 4 月后）	20
表 11	GPIF 分国家投资情况（截至 2023 年 3 月）	20
表 12	日本信托协会信托银行会员单位	22
表 13	日本企业年金受托情况（2024 年 3 月末）	22
表 14	日本信托从业机构受托资产规模（2022 年 3 月末）	22
表 15	GPIF 以被动投资为主（单位：% ，表内数据为占比）	23
表 16	DCIO 指数基金信托费率（2019 年 3 月）	24

1. 银行在养老金融领域的实践

商业银行作为我国金融系统的重要组成部分，在养老金融领域的参与度已经达到较高水平，银行业务覆盖范围包含了养老金金融、养老服务金融、养老产业金融三部分，养老金三支柱的建设处处不乏银行的身影。尽管银行在养老金融的布局在金融机构中已经相对全面，我们认为养老金融供给侧需要在政策支持和监管引导下进行自上而下的“改革”，从而精进商业银行提供的养老金融产品和服务。

1.1 养老金金融：以存款、受托、托管为主，涉及代销、理财等

1.1.1 第一支柱

第一支柱方面，银行对公业务以存款、托管为主，对私业务重点在便民服务。我国的养老金第一支柱由社会保障体系中的基本养老保险和全国社会保障基金理事会管理的全国社会保障基金等两部分共同构成。拥有相关资质的商业银行可以托管基本养老保险基金、为社保基金办理协议存款、为个人发放实体社保卡、电子社保卡。

仅有少数大中型银行能够参与养老金第一支柱相关的对公金融服务。基本养老保险基金托管机构仅有六家，2016年工商银行、中国银行、交通银行、招商银行首批入选，2020年农业银行、建设银行入选。我们认为社保存款合作银行的筛选也是将银行的规模指标、稳健性指标作为基础条件。做好社保各项改革配套金融服务、保障社保资金收支运转、参与社保信息化建设，使得大中型银行中间收入稳定增长、存款基础愈加坚实。

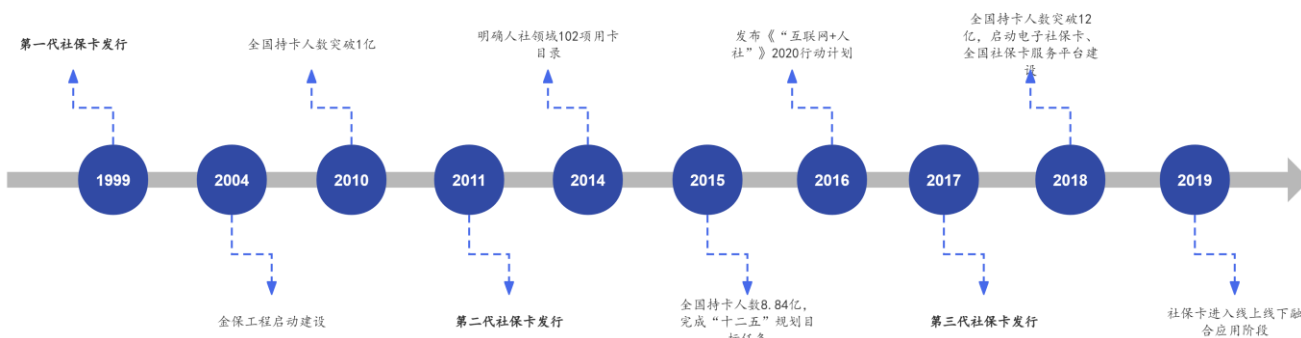
农业银行是实现金融服务和医保服务深度融合的典型案例，服务方式同样主要体现在支付清算、信息化可视化。农行建立了前中后台融合、总分支行联动的柔性团队，为各级医保部门提供“智力+科技+资源”一体化服务方案。其一，公司服务医保信息化改革，为各省医保信息平台建设提供融智支持；宣传推广医保线上服务，提供农行掌银渠道医保电子凭证服务，用户数已经超2600万人；积极支持各省建设医保移动支付系统，取得十余个省级移动支付资金清算资格。其二，公司服务医保药品采购改革，针对医保目录药品的招标采购需求，提供账户监管、资金清算、商户注册等综合金融服务；与四川等省级医保部门开展“医保药品药械招采平台”系统共建合作。其三，公司服务医保费征缴改革，与各省医保部门和税务部门实现了系统互通、数据共享，在农行掌银和柜面渠道开发了“线上+线下”的缴费应用，为广大参保人员提供便捷安全的代理征缴服务。其四，公司配合医保服务均等化改革，发挥覆盖城乡的网络优势，支持参保人员在农行网点办理注册、查询、备案等医保业务。

第一支柱相关对私金融服务以社保卡这一载体为主，目前可以使用的第二代、第三代社保卡均具有金融功能。中华人民共和国社会保障卡，简称社保卡，是由人力资源和社会保障部统一规划，各级人力资源和社会保障部门联合商业银行面向社会公众发行，具有身份凭证、信息记录、自助查询、就医结算、缴费和待遇领取、金融支付六大功能，主要应用于人力资源和社会保障领域社会管理和公共服务的集成电路（IC）卡，并可扩展应用至其他公共服务领域。1999年12月，全国第一张社保卡在上海首发；2011年第二代社保卡发行，人社部与央行开展战略合作，推进社保卡加载金融功能；2017年第三代社保卡发行，在第二代社保卡的基础上在技术和安全方面进行了优化升级，增加了国密算法和非接触功能。2021年，多省启动发行第三代社保卡替代旧版社保卡，多采用“一代卡，必须换”，“二代卡，想换就换”的思路。按照人社部第三代社保卡“平稳切换、自然过渡”的发卡原则，第三代社保卡发行后，第二代社保卡仍可以正常使用，不组织批量更换，不强制更换第三代社保卡，而一代社保卡的社保功能在2021年7月1日后全部关停。社保卡普及率自2010年以来快速上行，2019年后超过90%，截至2022年年底社保卡覆盖人数达到13.68亿人，社保卡普及率为96.9%，基本覆盖全体居民。

社保卡的金融功能主要用于缴费和领取待遇、金融支付等。如使用社保卡银行账户缴纳社保费、人事考试报名费，领取养老金、失业保险金、工伤津贴、就业补贴、农民工工资等。部分地区的社会救助、残疾服务、扶贫对象、计生对象、耕地粮补等惠民惠农财政补贴资金

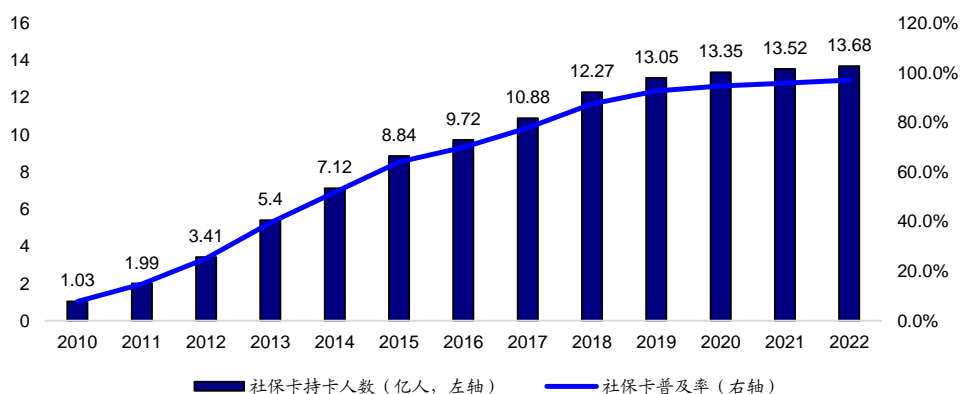
也是通过社保卡发放的。社保卡也可作为普通银行卡使用,具有现金存取、转账、消费等借记卡(储蓄卡)各项功能。

图1 社保卡发展历史



资料来源:人社部,海通证券研究所

图2 社保卡持卡人数及普及率



资料来源:人社部,央视网,海通证券研究所

除了国有大行和全国性股份行外,部分城商行和农商行也可以成为社保卡发卡银行,参与第一支柱相关的对私业务,吸纳优质客户、获得稳定存款来源、利用社保卡数据要素。如上海新版社保卡可以在11家银行中择其一,具体包含六大国有银行的上海分行、三家全国性股份制银行(浦发、招行、光大)的上海分行,以及上海银行、沪农商行。伴随我国社会保障性财政支出的增多,社保卡加载的银行账户或将成为财政资金下发的重要“终端”账户,积累大量结算性资金。此外,社保卡合作行还将能通过社保卡加载的银行账户合法合规获取和运用居民日常数据,利用数据要素提升其数字金融能力。

各地自行确定社保卡发卡银行名单,相互间有一定差异,但基本由六大国有银行+部分股份行+当地城农商行构成。我们以七普统计中常住人口1000万以上、城区人口600万以上的11个城市为例,基本所有城市都和六大行合作制作和发放社保卡。六大行网点数量多、知名度高,提供社保卡这类便民服务有数量优势。招商银行、中信银行、光大银行被列入城市社保卡合作银行的情况最多,分别为10次、7次、7次,我们认为这三家股份行在社保卡业务或有相对优势。11个城市大都选择了当地城商行和农商行作为社保卡合作银行,除了没有当地城商行的深圳将上海银行和珠海华润银行选为社保卡合作城商行。

表 1 11 家大型城市的新版社保卡合作银行（国有大型银行）

	工商银行	农业银行	中国银行	建设银行	交通银行	邮储银行
上海	√	√	√	√	√	√
北京	√	√	√	√	√	√
深圳	√	√	√	√	√	√
重庆	√	√	√	√	√	√
广州	√	√	√	√	√	√
成都	√	√	√	√		√
天津	√	√	√	√	√	√
武汉	√	√	√	√	√	√
东莞	√	√	√	√	√	√
西安	√	√	√	√	√	√
杭州	√	√		√	√	√

资料来源：新民报、新华网、深圳人社局等，海通证券研究所

表 2 11 家大型城市的新版社保卡合作银行（全国性股份制银行）

	招商银行	光大银行	浦发银行	华夏银行	中信银行	民生银行	广发银行	兴业银行	平安银行	渤海银行	浙商银行
上海	√	√	√								
北京	√	√	√	√	√	√					
深圳	√	√	√	√	√	√	√	√	√		
重庆	√	√	√		√	√	√	√			
广州	√	√			√	√	√	√	√		
成都											
天津	√	√	√		√	√				√	
武汉	√										
东莞	√				√		√		√		√
西安	√	√		√	√		√				
杭州	√						√				√

资料来源：新民报、新华网、深圳人社局等，海通证券研究所

表 3 11 家大型城市的新版社保卡合作银行（区域性银行）

	城商行	农商行
上海	上海银行	沪农商行
北京	北京银行	北京农商行
深圳	上海银行、华润银行	深圳农商行
重庆	重庆银行、重庆三峡银行	渝农商行
广州	广州银行	广州农商行
成都	成都银行	成都农商行、简阳农商行
天津	天津银行	天津农商行
武汉	汉口银行、湖北银行	武汉农商行
东莞	东莞银行、华润银行	东莞农商行
西安	西安银行	秦农银行
杭州	杭州银行	杭州联合银行

资料来源：新民报、新华网、深圳人社局等，海通证券研究所

1.1.2 第二支柱

第二支柱是由企业、雇主自愿发起的职业养老金，包括企业年金和职业年金。企业年金和职业年金的区别体现在：（1）适用对象。企业年金主要适用于参加企业职工基

本养老保险的各类用人单位及其职工，职业年金主要适用于机关事业单位及其编制内工作人员。（2）管理方式。企业年金由用人单位和职工一方通过集体协商确定，而后制定企业年金方案，根据实际情况建立企业年金单一计划或者加入一个企业年金集合计划，具有一定灵活性；职业年金基金采用省级集中委托投资运营的方式管理，统一程度较高。

企业年金基金牌照有四种：受托人、账户管理人、托管人、投资管理人，其中受托人占核心地位，能够选择、监督、更换其余三者。受托人指的是受托管理企业年金基金的符合国家规定的法人受托机构或者企业年金理事会，负责制定企业年金基金战略资产配置策略、定期向委托人提交企业年金基金管理和财务会计报告等。**账户管理人**指的是接受受托人委托管理企业年金基金账户的专业机构，负责建立企业年金基金企业账户和个人账户、记录企业、职工缴费以及企业年金基金投资收益等。**托管人**指的是接受受托人委托保管企业年金基金财产的商业银行，负责安全保管企业年金基金财产等。**投资管理人**指的是接受受托人委托投资管理企业年金基金财产的专业机构，负责对企业年金基金财产进行投资等。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，职业年金同理。托管人须具备独立性，不得为同一企业年金计划的受托人和投资管理人。

职业年金基金管理暂行办法和企业年金有较多相似之处，职业年金基金受托、托管和投资管理机构应在具有相应企业年金基金管理资格的机构中选择。因此取得企业年金管理相关牌照也就意味着能够覆盖第二支柱（企业年金+职业年金）的托管、账管等业务。

表 4 企业年金基金管理机构名单（2022 年更新版）

牌照	职责	入选机构名单
法人受托机构	（一）选择、监督、更换账户管理人、托管人、投资管理人； （二）制定企业年金基金战略资产配置策略； （三）根据合同对企业年金基金管理进行监督； （四）根据合同收取企业和职工缴费，向受益人支付企业年金待遇，并在合同中约定具体的履行方式； （五）接受委托人查询，定期向委托人提交企业年金基金管理和财务会计报告。发生重大事件时，及时向委托人和有关监管部门报告；定期向有关监管部门提交开展企业年金基金受托管理业务情况的报告； （六）按照国家规定保存与企业年金基金管理有关的记录自合同终止之日起至少 15 年； （七）国家规定和合同约定的其他职责。	长江养老保险股份有限公司 建信养老基金管理有限责任公司* 平安养老保险股份有限公司 泰康养老保险股份有限公司 太平养老保险股份有限公司 中国工商银行股份有限公司* 中国农业银行股份有限公司* 中国人民养老保险有限责任公司 中国人寿养老保险股份有限公司 中国银行股份有限公司* 招商银行股份有限公司* 中信信托有限责任公司
账户管理机构	（一）建立企业年金基金企业账户和个人账户； （二）记录企业、职工缴费以及企业年金基金投资收益； （三）定期与托管人核对缴费数据以及企业年金基金账户财产变化状况，及时将核对结果提交受托人； （四）计算企业年金待遇； （五）向企业和受益人提供企业年金基金企业账户和个人账户信息查询服务；向受益人提供年度权益报告； （六）定期向受托人提交账户管理数据等信息以及企业年金基金账户管理报告；定期向有关监管部门提交开展企业年金基金账户管理业务情况的报告； （七）按照国家规定保存企业年金基金账户管理档案自合同终止之日起至少 15 年； （八）国家规定和合同约定的其他职责。	长江养老保险股份有限公司 华宝信托有限责任公司 交通银行股份有限公司* 建信养老基金管理有限责任公司* 平安养老保险股份有限公司 上海浦东发展银行股份有限公司* 泰康养老保险股份有限公司 太平养老保险股份有限公司 新华养老保险股份有限公司 中国光大银行股份有限公司* 中国工商银行股份有限公司* 中国民生银行股份有限公司* 中国农业银行股份有限公司* 中国人民养老保险有限责任公司 中国人寿养老保险股份有限公司 中国银行股份有限公司* 招商银行股份有限公司*

托管机构	(一) 安全保管企业年金基金财产;	中信银行股份有限公司*
	(二) 以企业年金基金名义开设基金财产的资金账户和证券账户等;	交通银行股份有限公司*
	(三) 对所托管的不同企业年金基金财产分别设置账户, 确保基金财产的完整和独立;	上海浦东发展银行股份有限公司*
	(四) 根据受托人指令, 向投资管理人分配企业年金基金财产;	中国光大银行股份有限公司*
	(五) 及时办理清算、交割事宜;	中国工商银行股份有限公司*
	(六) 负责企业年金基金会计核算和估值, 复核、审查和确认投资管理人计算的基金财产净值;	中国建设银行股份有限公司*
	中国民生银行股份有限公司*
	(十二) 国家规定和合同约定的其他职责。	中国农业银行股份有限公司*
		中国银行股份有限公司*
		招商银行股份有限公司*
		中信银行股份有限公司*
		博时基金管理有限公司
		长江养老保险股份有限公司
		富国基金管理有限公司
		国泰基金管理有限公司
		工银瑞信基金管理有限公司*
		海富通基金管理有限公司
		华泰资产管理有限公司
		华夏基金管理有限公司
		嘉实基金管理有限公司
		建信养老金管理有限责任公司*
		南方基金管理有限公司
		平安养老保险股份有限公司
		泰康资产管理有限责任公司
		太平养老保险股份有限公司
		新华养老保险股份有限公司
		易方达基金管理有限公司
		银华基金管理有限公司
		中国国际金融股份有限公司
		中国人民养老保险有限责任公司
		中国人寿养老保险股份有限公司
		招商基金管理有限公司*
		中信证券股份有限公司

资料来源: 人社部, 海通证券研究所

注: 银行或银行子公司以*号标示

受托人、账户管理人和托管人均包含银行机构, 且托管人由且仅由商业银行担任, 而投资管理机构的职责并不属于银行业务经营范畴。拥有受托人牌照的银行/银行子公司包括工商银行、农业银行、中国银行、建信养老金公司(建设银行子公司)和招商银行; 拥有账户管理人牌照的银行/银行子公司与拥有托管人牌照的银行/银行子公司一致, 除了以上五家银行外, 还包含交通银行、浦发银行、光大银行、民生银行、中信银行。部分银行通过具备投资管理资格的基金子公司获得企业年金基金全牌照, 如工商银行、建设银行和招商银行, 我们认为这三家银行在服务第二支柱方面具备一体化优势。

表 5 银行企业年金基金牌照一览

银行	受托人	账户管理人	托管人	投资管理人
工商银行	√	√	√	√
农业银行	√	√	√	
中国银行	√	√	√	
建设银行	√	√	√	√
招商银行	√	√	√	√
交通银行		√	√	

浦发银行	✓	✓
光大银行	✓	✓
民生银行	✓	✓
中信银行	✓	✓

资料来源：人社部，海通证券研究所

相较而言，投资管理费最为丰厚，其次为受托费，托管费最低。因此工商银行、建设银行和招商银行从企业/职业年金管理中取得的收入理应相对较高。根据《企业年金基金管理机构基本服务和收费标准行业自律公约》（2011年2月18日起施行），受托费率不低于企业年金基金财产净值的千分之一，账户管理费每户每月不低于人民币1元，托管费率不低于企业年金基金财产净值的千分之零点七。投资管理费率的门槛分两种，含权益类产品投资型的（权益类0-30%），不低于企业年金基金财产净值的千分之六；不含权益类产品投资型的（除申购新股外，权益类主动投资0%），不低于企业年金基金财产净值的千分之三。工商银行和中国人寿则是披露了企业年金单一计划的费率上限：受托管理费不高于受托管理企业年金基金财产净值的0.2%，账户管理费每户每月不超过5元人民币，托管费不高于托管企业年金基金财产净值的0.2%。投资管理费不高于投资管理企业年金基金财产净值的1.2%。

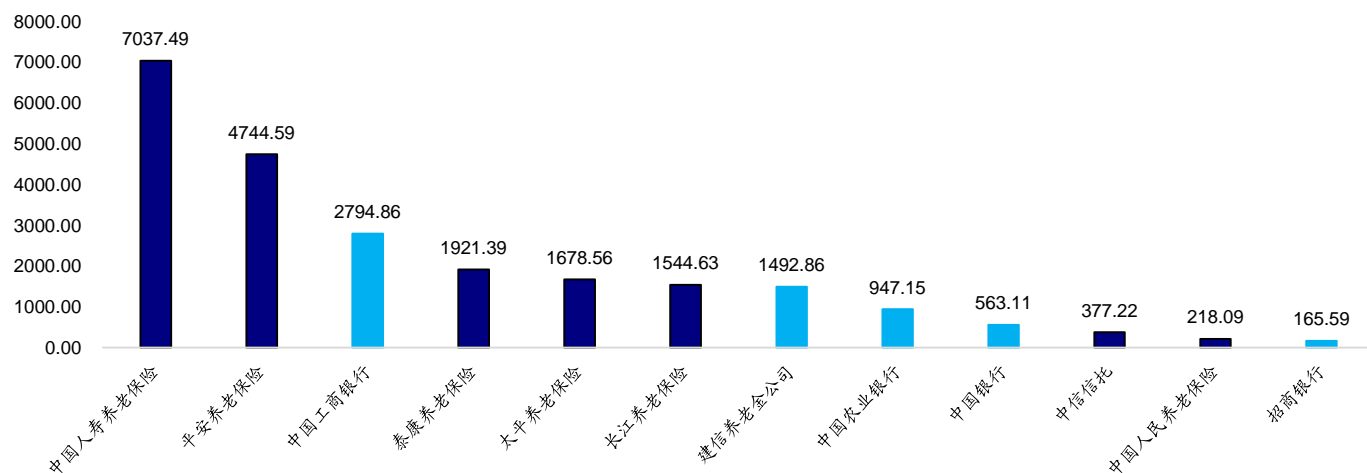
表 6 企业年金服务收费标准

	费率下限	费率上限 (单一计划)	收取方式	计 及收取频率
受托人	0.10%	0.20%	直接从基金账户中扣除	按日计提，按季支付
账户管理人	每户每月1元	每户每月5元	由企业或个人承担	按月计提，按季/年支付
托管人	0.07%	0.20%	直接从基金账户中扣除	按日计提，按季支付
投资管理人	含权益0.6%，不含权益0.3%	1.20%	直接从基金账户中扣除	按日计提，按季支付

资料来源：工商银行、工银瑞信、中国人寿养老保险官网，海通证券研究所

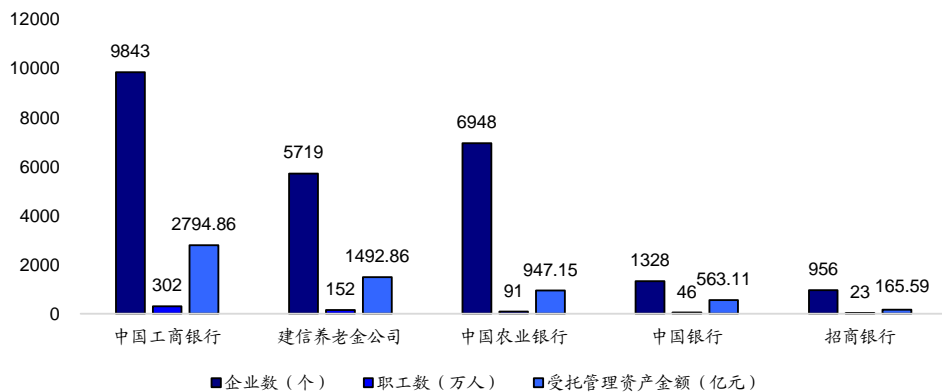
从2023年全国企业年金基金业务数据来看，银行机构中四大行在企业年金相关业务中占主导地位，其中工商银行受托管理资产规模、托管规模、账户管理数量等领先。企业年金受托人以保险机构为主体，且集中度较高。受托管理资产规模排名第一、第二的中国人寿养老保险和平安养老保险占总受托管理资产规模的比重为50%，所有保险机构受托管理资产规模占比73%，而银行及银行子公司受托管理资产规模仅占25%。工商银行、建信养老金公司、农业银行、中国银行、招商银行受托管理资产规模（和占比）分别为2795亿元（11.9%）、1493亿元（6.4%）、947亿元（4.0%）、563亿元（2.4%）、166亿元（0.7%）。

图3 2023年企业年金基金管理机构受托管理资产金额（亿元）



资料来源：人社部，海通证券研究所

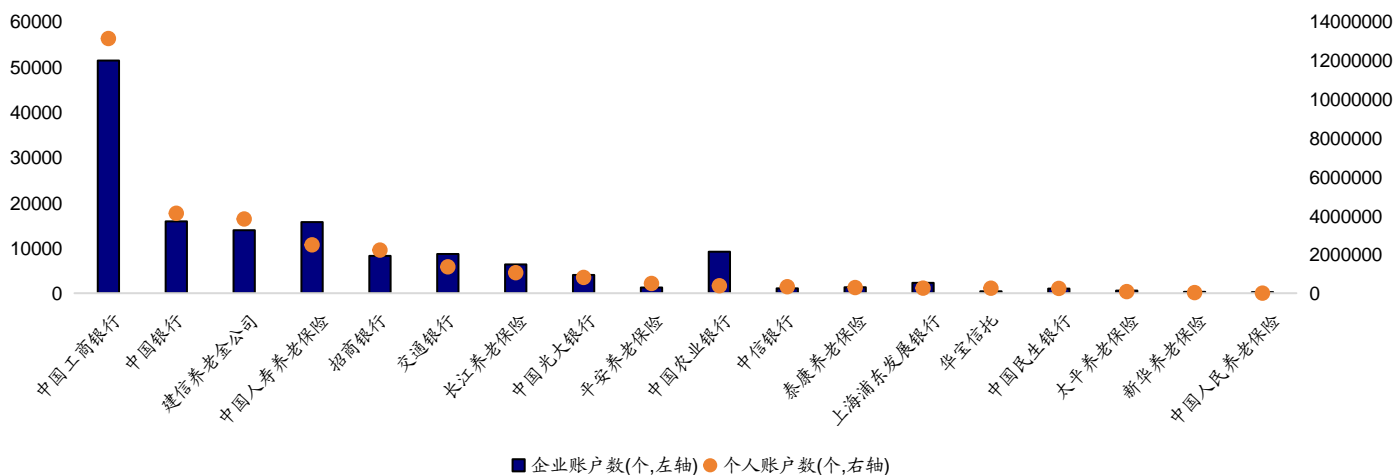
图4 2023 年企业年金基金管理机构受托业务情况（银行及银行子公司）



资料来源：人社部，海通证券研究所

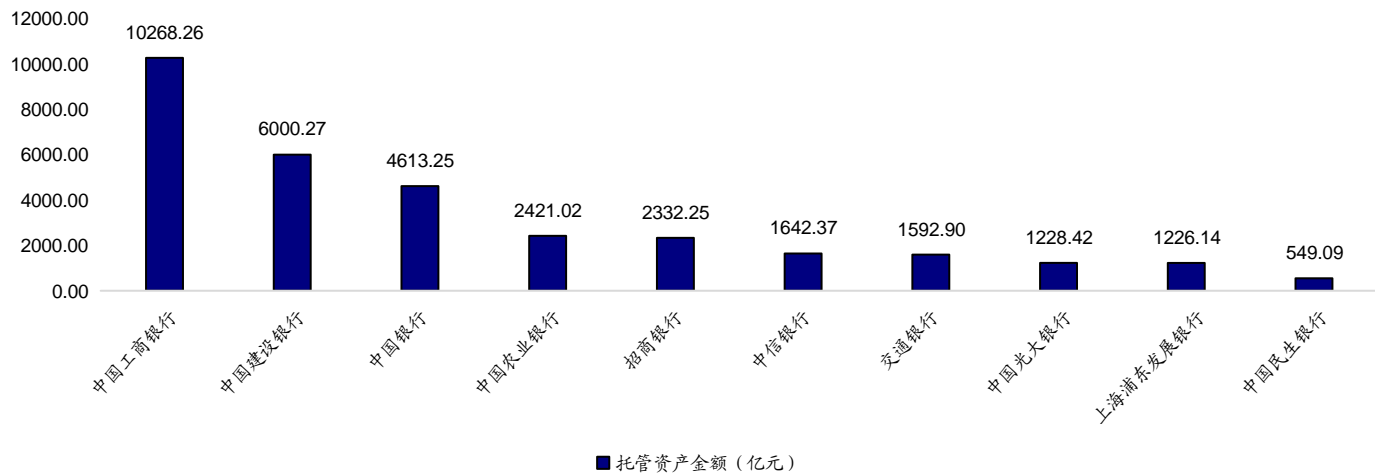
账户管理人则是以银行机构为主，工商银行管理账户数量独占鳌头，其他国有大行和招行次之。2023 年工商银行管理企业账户 5.14 万个，个人账户 1313.76 万个，占比分别为 36%、42%，在所有账户管理人中排名首位，是第二名中国银行账户管理量的三倍。银行及银行子公司管理企业账户 14.17 万个，占比 82%；个人账户 3144.04 万个，占比 85%。托管机构方面，四大行和招行企业年金托管规模相对较高。

图5 2023 年企业年金基金账户管理情况



资料来源：人社部，海通证券研究所

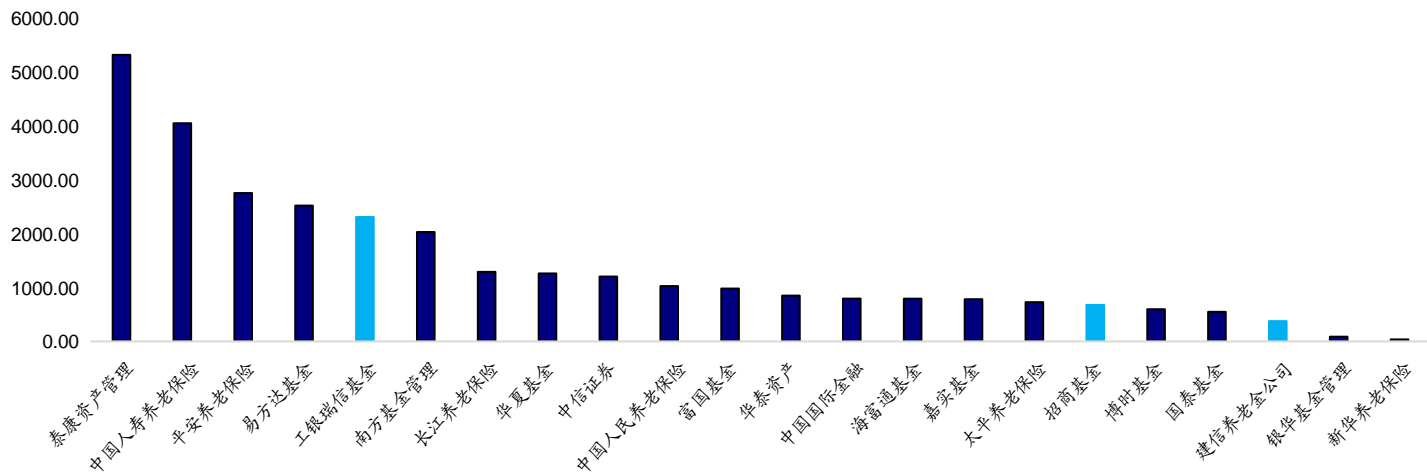
图6 2023 年企业年金基金托管情况



资料来源：人社部，海通证券研究所

银行及银行子公司中，工银瑞信基金的企业年金投资管理规模最大，招商基金次之，建信养老规模最小。近三年招商基金的固定收益类组合投资收益率在业内名列前茅，建信养老固收和含权类组合投资收益率均靠前。从 2023 年实际投资管理规模来说，保险机构占大头，共管理企业年金 16062 亿元，占比在一半以上；基金次之，共管理企业年金 9620 亿元；三家银行子公司共管理企业年金 3367 亿元，其中工银瑞信基金、招商基金、建信养老基金管理企业年金 2312 亿元、678 亿元、377 亿元。

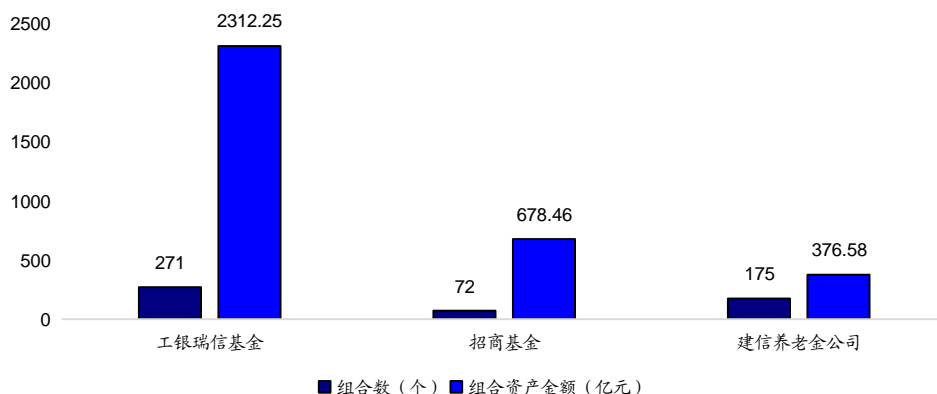
图7 2023 年企业年金基金投资管理规模 (亿元)



资料来源：人社部，海通证券研究所

注：亮蓝色为银行或银行子公司，深蓝色为其他金融机构

图8 2023 年企业年金基金管理机构投资管理情况（银行及银行子公司）



资料来源：人社部，海通证券研究所

人社部披露各家投资管理人近三年投资收益率，我们对比发现招商基金固收类年金基金计划投资收益率排名居前，单一计划固定收益类组合近三年平均收益率为 4.59%，排名 1/21；集合计划固定收益类组合近三年平均收益率为 3.62%，排名 3/15。建信养老固收类和含权类投资收益率基本均位列前 25%。

我们认为直接来源于第二支柱的中间收入占整体中收的比重不高，不过由此带来的低成本存款会为银行带来综合效益。假设企业年金各项业务费率取上限和下限的平均数，即受托管理费率为 0.15%，账户管理每户每月 3 元，托管费率为 0.135%，投资管理费率为 0.6%（考虑到可能的减费让利因素），估算出企业年金相关的中间业务收入如表 7 所示。企业年金相关中收最高的银行为工商银行，占工商银行总体中收的比重大约在小个位数。事实上职业年金规模和企业年金一个量级，2023 年全国 31 个省（自治区、直辖市）、新疆生产建设兵团和中央单位职业年金基金投资运营规模 2.56 万亿元，而 2023 年全国企业年金合计 3.19 万亿元。因此整体第二支柱为银行带来的中收占比应该更高，我们认为大致在 5%以内水平。

表 7 2023 年银行企业年金相关中收估算（单位：亿元）

银行	受托管理收入	账户管理收入	托管收入	投资管理收入	总计
工商银行	4.19	4.75	13.86	13.87	36.68
农业银行	1.42	0.14	3.27	0.00	4.83
中国银行	0.84	1.49	6.23	0.00	8.56
建设银行	2.24	1.38	8.10	2.26	13.98
招商银行	0.25	0.80	3.15	4.07	8.27
交通银行	0.00	0.49	2.15	0.00	2.64
浦发银行	0.00	0.10	1.66	0.00	1.75
光大银行	0.00	0.29	1.66	0.00	1.95
民生银行	0.00	0.09	0.74	0.00	0.83
中信银行	0.00	0.12	2.22	0.00	2.34

资料来源：人社部，海通证券研究所整理

1.1.3 第三支柱

我国第三支柱为 2022 年落地的个人养老金，个人养老金实行个人账户制度，缴费完全由参加人个人承担，实行完全积累。参加人可以用缴纳的个人养老金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金融产品，并承担相应的风险。根据银保监会发布的《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》，商业银行个人养老

金业务包括：（1）资金账户业务；（2）个人养老储蓄业务；（3）个人养老金产品代销业务，包括代销个人养老金理财产品、个人养老金保险产品、个人养老金公募基金产品等；（4）个人养老金咨询业务。首批开办个人养老金业务的商业银行和理财公司名单，包括 6 家大型银行、12 家股份制银行、5 家城市商业银行和 11 家理财公司。

表 8 首批开办个人养老金业务的商业银行和理财公司名单

商业银行（23 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
华夏银行	民生银行	招商银行	兴业银行
平安银行	广发银行	浦发银行	浙商银行
渤海银行	恒丰银行	北京银行	上海银行
江苏银行	宁波银行	南京银行	
理财公司（11 家）			
工银理财	农银理财	中银理财	建信理财
交银理财	中邮理财	贝莱德建信理财	光大理财
招银理财	兴银理财	信银理财	

资料来源：中国电子银行网，海通证券研究所

根据银保监会公布的首批开办个人养老金业务的机构名单，入围的商业银行包括工商银行、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、华夏银行、民生银行、招商银行、兴业银行、平安银行、广发银行、浦发银行、浙商银行、渤海银行、恒丰银行、北京银行、上海银行、江苏银行、宁波银行、南京银行。另外，理财公司包括工银理财、农银理财、中银理财、建信理财、交银理财、中邮理财、贝莱德建信理财、光大理财、招银理财、兴银理财、信银理财。

个人养老金基金销售银行数量则相对更少些，包括 6 家大型银行、9 家股份制银行、4 家城市商业银行。

表 9 个人养老金基金销售银行（截至 2024 年 6 月 30 日）

全国性商业银行（15 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
华夏银行	民生银行	招商银行	兴业银行
平安银行	广发银行	浦发银行	
城市商业银行（4 家）			
江苏银行	宁波银行	北京银行	上海银行

资料来源：原银保监会，海通证券研究所

居民个人养老金的缴存金额和投资意愿均不高，叠加减免手续费的优惠政策，银行目前从第三支柱获得的效益有限。资金账户业务方面，截至 2023 年底，超 5000 万人开立个人养老金账户；截至 2024 年 6 月 8 日，已经有 6000 多万人开通了个人养老金账户。截至 2022 年末，工商银行、建设银行开户数在业内位列前二，兴业银行达到 229.16 万户、位居第三。此外，招商银行达到 165.92 万户、民生银行为 39.52 万户、中信银行为 30.25 万户。对于个人养老金资金账户，商业银行免收年费、账户管理费、短信费、转账手续费。

个人养老金缴存规模约 280 多亿，与第一支柱、第二支柱相比有差距，第三支柱尚属于起步阶段。截至 2023 年一季度，个人养老金实际缴存人数仅为参加人数的 31.37%，人均缴存仅 2022 元，远远低于个人养老金账户 1.2 万元的缴存上限。投资人数仅占缴存人数的 62%，实际投资人数仅为 682 万。从部分试点城市披露的个人养老金情况来看，缴存意愿弱的情况得到了印证。截至 2023 年 3 月末，深圳的个人养老金开户数为 180.04 万，资金规模 15.22 亿元；广州开立个人养老金账户为 176.8 万，其中 48.4 万户缴存了

个人养老金，累计存入 13.7 亿元，户均投入金额 2830 元；成都个人养老金开户数已超 130 万，缴费金额近 9 亿元。

个人养老金可投产品中储蓄产品最多，理财和基金产品均有费率优惠。国家社会保险公共服务平台显示，截至 2024 年 6 月个人养老金专项产品有 768 款，其中储蓄产品 465 款，基金产品 195 款，保险产品 82 款，理财产品 26 款。截至目前，在 465 只储蓄类产品中，工商银行发行了 54 只储蓄类产品，位居前列；在理财产品方面，工银理财发布产品数量最多，达 8 只。储蓄产品数量最多，且因其利率高于普通存款产品，更为受到投资者的青睐。从理财产品业绩表现上看，23 款个人养老金理财产品净值均高于 1，有部分产品单位净值在 1.2 左右。对于个人养老金理财产品，原银保监会要求销售费用、管理费和托管费设置优惠的费率标准。个人养老金基金不得收取销售服务费，投资者可豁免申购限制和申购费等销售费用，管理费和托管费也有一定的费率优惠。

1.2 养老服务金融：以养老财富管理为主线，适老化改造为基础

养老服务金融主要包括两方面内容：一是非制度化的养老财富管理服务，旨在实现个人和家庭整个生命周期的养老收益最大化。二是养老金融便捷性支持，指的是通过技术手段畅通养老服务金融信息渠道，旨在满足不同年龄段人群对养老金融服务的需求，产品包括各种创新软件及硬件设施。

非制度化的养老财富管理服务首先是定制养老金融产品。银行资管部门设计符合长者收益风险特征的一揽子资管产品，帮助实现财富保值和增值，提升消费能力，助力改善晚年生活质量，实现财富传承。养老理财产品是其中的典型代表，绝大部分产品采取封闭式运作，产品期限相对普通银行理财长，整体规模处在快速增长阶段。自 2021 年 9 月养老理财试点工作开展以来，两年多时间内养老理财产品规模已超 1000 亿元，超过发展近五年的养老基金产品规模。截至 2023 年末，获得试点资格的 11 家理财公司共发行 51 只养老理财产品，募集资金 1005 亿元，投资者 46.7 万人次。其中 38 只产品为固定收益类产品，13 只为混合类产品，多数产品业绩比较基准在 5%-8% 之间。

养老消费金融产品如住房反向抵押贷款等，整体普及度不高。住房反向抵押贷款产品的含义为：银行将老年人拥有的房产通过金融手段进行抵押，同时依托第三方综合评估，根据房屋的价值定期给老年人一定数额的养老金，在抵押贷款期间，老年人仍可居住在其拥有的房屋中，直到老年人去世之后银行可根据前期约定对房产进行处置。该产品是银行针对“房产富人、现金穷人”现象进行的养老金融模式探索，但现实情况中应用情况不多。银行等承办机构除了面临老年人违约风险、寿命风险之外，还需要考虑市场风险（利率波动、房产价值起伏）和政策风险（政府土地住宅政策、养老福利政策的变化）。

养老金融便捷性支持的典型案例如适老化改造，适老化改造既是帮老年人适应科技进步、社会发展的重要举措，也是让银行机构适应社会年龄结构变化、实现高质量发展的必然要求。**银行业适老化改造线上与线下、硬件与软件相结合**，具体案例如绿色优先通道、银发服务驿站、适老版手机 APP、老年人人工服务专线等，落到实处可以细化到说话语速、柜台高度等方面。部分银行还会不定期开展公益教学活动，通过面对面的操作演示，解决老年人对智能设备应用的困扰，让老年人也能享受到更高效便捷的金融服务。

1.3 养老产业金融：放宽贷款条件，扩展贷款外融资渠道

商业银行通过提供差异化信贷支持来满足养老产业合理融资需求，“差异化”不仅体现在量、价两方面，还体现在贷款审批效率和抵质押物范围。重点倾斜的养老产业包括为老服务、家政服务、托幼、智慧康养、老年用品制造、护理培训、医药与医疗设备制造、老年教育培训等，对满足一定条件的普惠性养老机构给予优惠利率。银行为养老产业开通信贷审批绿色通道，提升审批质效；支持以专用土地和设施作为抵押，应收账款

款等权益作为质押，满足一定条件的优质企业可提供信用贷款。

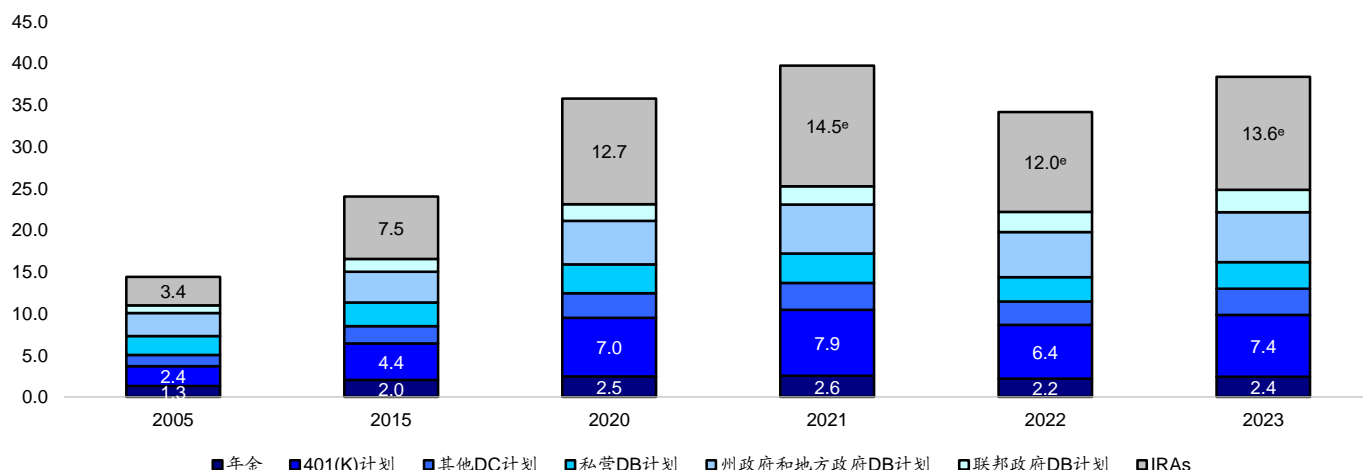
银行还为养老产业提供贷款外的融资渠道，具体如下：（1）承分销养老产业专项债、公司债、短期融资券、中期票据等；（2）发展养老设备租赁服务，面向专业养老机构等养老产业客户开展以专业医疗养老设备为载体的融资租赁服务，丰富养老产业金融服务“工具包”，支持养老产业发展。（3）研发可续期债券、项目收益票据、项目收益债券、资产支持证券等创新产品。

2. 海外养老金融及银行业的角色

2.1 美国：银行系资管机构提供第二、第三支柱的咨询、投资管理服务

美国养老金规模庞大，第二、第三支柱覆盖面广、占比高。截至2023年，美国养老金市场规模达到38.4万亿美元，占美国家庭所有金融资产比重接近1/3。拥有税收优惠的养老储蓄的家庭占比达到74%，2022年77%接近退休的家庭受益于第二或第三支柱，其中9%受收益确定型（Defined Benefit, DB）计划保障，40%拥有缴费确定型（Defined Contribution, DC）计划、个人退休储蓄账户（Individual Retirement Accounts, IRA），29%第二、第三支柱均有参与。DC计划和IRAs是养老金的主体，占比达到63%，其中约一半资产投向共同基金。根据ICI数据，2023年第二、第三支柱合计占比达到94%，其规模较1995年分别增长2.5倍、9.5倍。

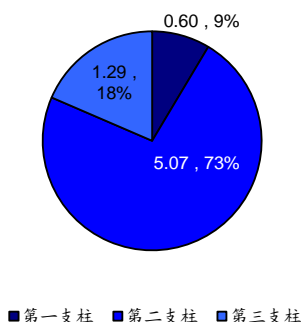
图9 美国养老金资产分布情况（单位：万亿美元）



资料来源：ICI，海通证券研究所

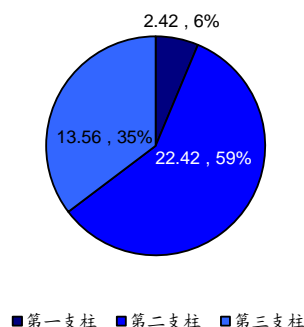
注：2021-2023年IRAs规模为估计值，以^e标注。

图10 1995年美国三支柱规模及占比（单位：万亿美元）



资料来源：ICI，海通证券研究所

图11 2023年美国三支柱规模及占比（单位：万亿美元）

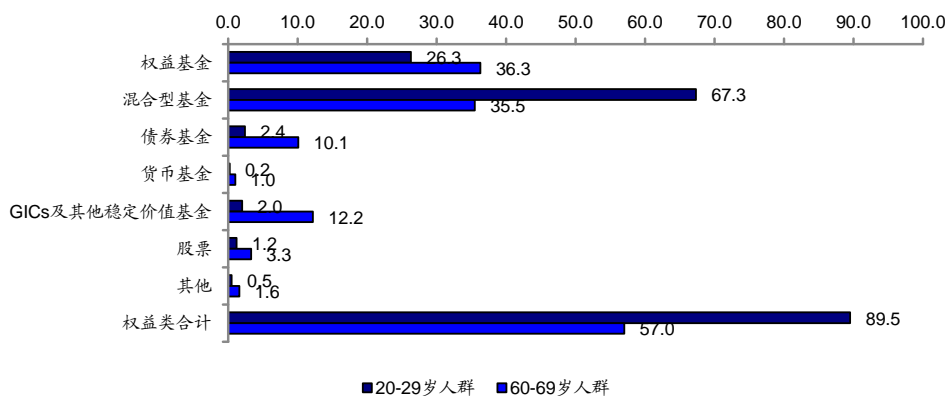


资料来源：ICI，海通证券研究所

美国养老金市场的增量主要由以 401(K)计划为主体的 DC 计划和 IRAs 贡献。1995 年至 2023 年, 401(K)计划增长 758%, 贡献 21%的养老金增量; IRAs 增长 952%, 贡献 39%的养老金增量。

401(K)计划投资选择多样, 权益占比高, 债券及货币基金占比较低。401(K)计划平均有 28 种投资选择, 通常包括美国国内权益基金和债券基金、国际权益基金和目标日期基金。84% 的 DC 计划参与者认为第二支柱提供了合意的投资选择。97% 的 401(K)计划参与者有权益仓位, 20-29 岁人群的 401(K)计划中权益类仓位占 89.5%, 即便是 60-69 岁人群权益类仓位也占 57.0%。20-29 岁人群投资纯债基金和货币基金的资产比重仅有 2.4%、0.2%, 60-69 岁人群投资纯债基金和货币基金的资产比重为 10.1%、1.0%。

图12 401(K)计划投向占比 (单位: %, 按参与人年龄分类)

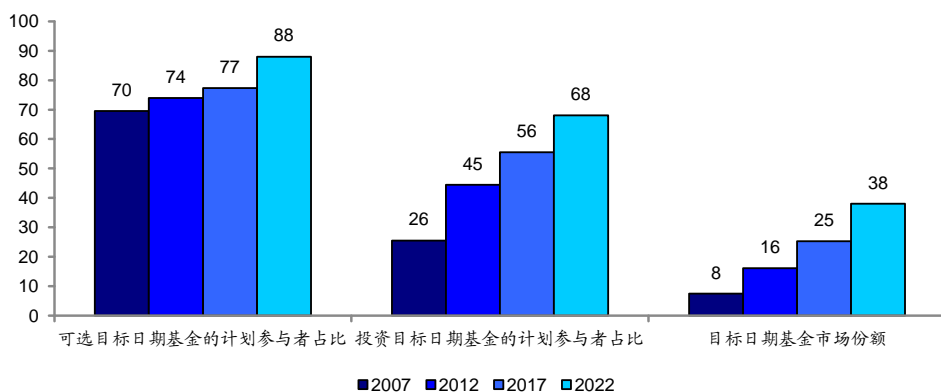


资料来源: ICI, 海通证券研究所

注: GICs 即 Guaranteed Investment Contracts, 指的是投资者与保险公司签订的一种约定回报利率的投资协议。

401(K)计划中目标日期基金的份额逐渐提升。目标日期基金包括目标日期共同基金、目标日期集体投资信托基金(CITs)和其他集合型目标日期投资。目标日期基金的配置结构会根据预期退休日期确定的计划进行调整, 随着退休时间的临近, 目标日期基金会降低高收益资产的配置比例, 转而提高基金的现金流出能力。近年来, 401(K)计划中目标日期基金的发行和入金有所增加, 其市场份额已经从 2007 年底的 8% 上升到 2022 年底的 38%。目标日期基金在投资者中间的受欢迎程度也有所增加, 截至 2022 年底, 401(K)计划参与者中有近 7 成持有目标日期基金。

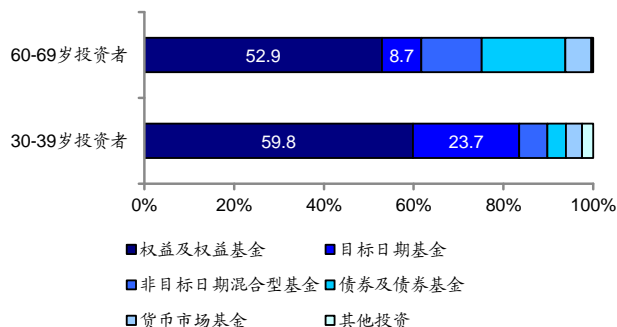
图13 目标日期基金在 401(K)中的份额逐年提升 (单位: %)



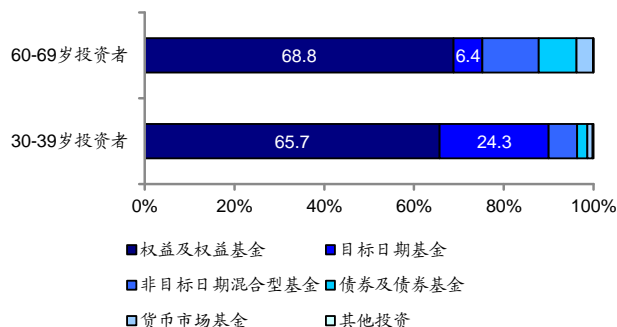
资料来源: ICI, 海通证券研究所

第三支柱 IRAs 覆盖度超过 40%, 以传统型 IRAs 为主导, 配置同样以权益类为主。超过 4 成美国家庭拥有 IRAs, 可见第三支柱普及度之广。传统型 IRAs 占主导地位, 2023 年总体规模达到 11.4 万亿美元, 占比为 84%; 罗斯 IRAs 共 1.4 万亿美元。与 401(K)计划的投向类似, IRAs 中大部分资产投资于股票, 年轻的 IRA 投资者往往比年长的投资者更多地将资产投资于股票、股票基金和目标日期基金。年长的 IRA 投资者债券、债券基金和非目标日

期平衡基金的配置比例更高。和传统型 IRA 投资者相比，罗斯 IRA 投资者在股票和股票基金的配置往往更高，而在债券和债券基金的配置较低。

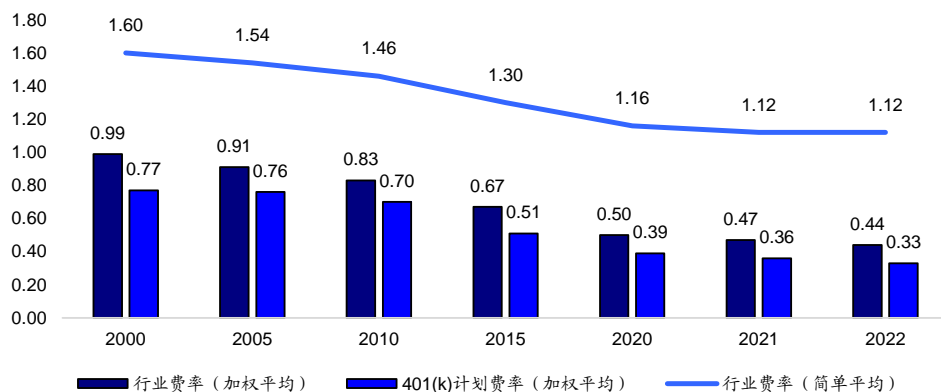
图14 传统型 IRA 投资者的投资结构（单位：%）


资料来源：ICI，海通证券研究所

图15 罗斯 IRA 投资者的投资结构（单位：%）


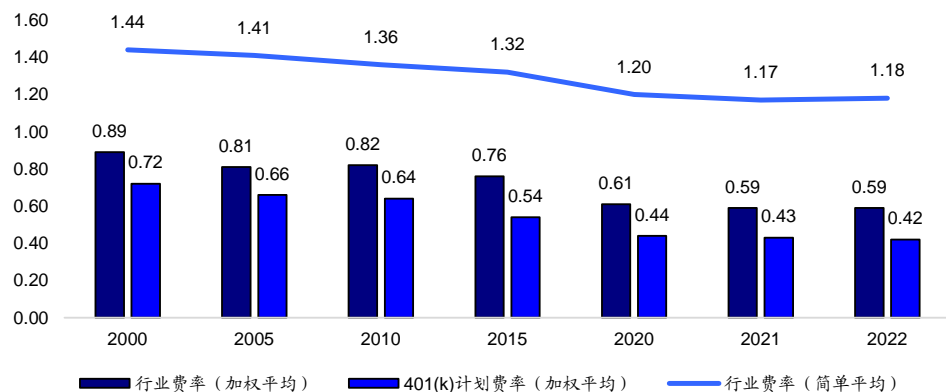
资料来源：ICI，海通证券研究所

401(K)计划费率呈现出逐年下降的趋势，且银行较少承担账户管理（Recordkeeper）的服务。美国银行系资管如道富环球、摩根大通资管等均以 DC 计划为主推养老产品，因此我们主要研究 DC 计划中的大头 401(K)计划。401(K)计划约一半以上投向共同基金，其中无论是权益基金，还是混合型基金、债券基金，其综合费率在 2000 年后都处于下降趋势。其背后有多重原因：（1）养老金市场竞争激烈，客户对费率较为敏感，资管机构之间的竞争激烈；（2）401(K)计划的平均账户余额通常较大，在规模经济作用下费用和成本会降低；（3）401(K)计划中金融顾问服务发挥的作用有限。PSCA 2022 年的调查报告中指出，46.0%的 401(K)计划提供了投资建议，只有 13.9%的参与者采纳了这些建议。BrightScope 和 ICI 发现发现 401(k)计划的账户管理者（Recordkeeper）包含不同类型的金融机构，其类型随计划规模而变化。总的来说，在 2019 年，BrightScope 的 DC 计划数据库中 48.8%的 401(K)计划任用保险公司进行账户管理；13.2%任用专项账户管理机构，31.2%的计划直接让资产管理公司进行账户管理，仅有 5.2%将银行作为账户管理机构。

图16 权益基金的平均费率（单位：%）


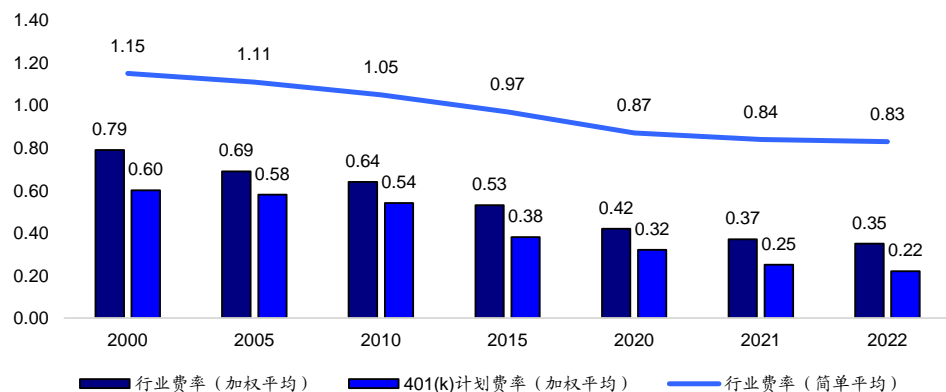
资料来源：ICI，海通证券研究所

图17 混合型基金的平均费率（单位：%）



资料来源：ICI，海通证券研究所

图18 债券基金的平均费率（单位：%）



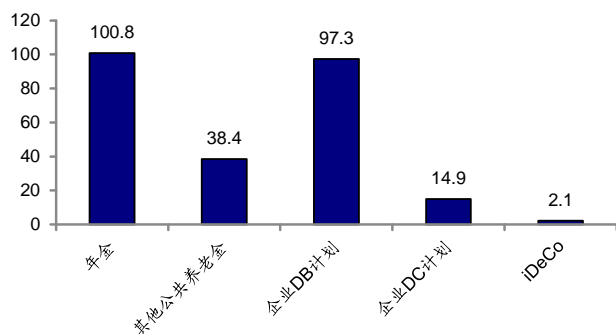
资料来源：ICI，海通证券研究所

2.2 日本：信托银行是主要的养老金信托机构，信托费率较低

日本养老金体系同样以三部分组成，其中第一支柱（公共养老金）、第二支柱（企业DB/DC计划）为主体。截至2021年6月，日本养老金市场总规模为253.5万亿日元（折合2.3万亿美元）。此外，日本在公共养老金计划中单独设立一定的储备资产（主要为2000年以前的缴费结余），以弥补未来养老金缺口，主要为了适当应对人口和经济的变化，并为将来出生率进一步下降和人口老龄化提前做好准备，日本政府养老金投资基金（Government Pension Investment Fund, GPIF）应运而生，负责管理和投资厚生劳动省委托的储备资产，并定期将部分投资收益汇入政府的特别账户，为国民年金和厚生年金提供稳定的支付保障。截至2022年，GPIF管理资产200.1万亿日元。

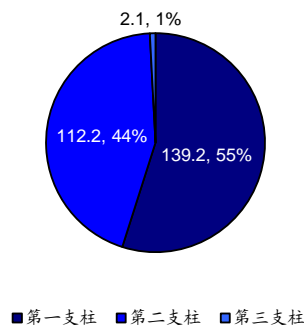
截至2021年6月，企业DB计划和企业DC计划的规模分别为97.3万亿日元、14.9万亿日元，总体占比为44%。个人缴费确定型（individual-type Defined Contribution, iDeCo）养老金规模2.1万亿日元，和第一、第二支柱相比均有差距。

图19 日本养老金市场规模（单位：万亿日元）



资料来源：ICI，海通证券研究所

图20 日本养老金市场结构（单位：万亿日元）



资料来源：ICI，海通证券研究所

GPIF 设定的大类资产配置比例为国内权益：国外权益：国内债券：国外债券=1:1:1:1，允许在实际操作中一定程度上调整各项资产的配比。GPIF 认为长期投资应当设置相对固定的资产组合比例，而不是因为短期的市场波动改变资产组合。实际情况中，GPIF 会参考市场情况，在一定范围内调整各项资产的比重。

由于日本 10 年期国债利率接近 0%，而物价和工资在长期预计持续上涨，仅凭国内债券投资很难保证养老金的投资回报率，因而 GPIF 引入权益投资，并将权益和债券的比例设置为 1:1。GPIF 将投资范围向国外拓展，一方面提高从国际经济获利的机会，另一方面能够通过多样化投资平滑资产净值波动。日本 2022 年海外资产投资集中在欧美，且大部分以债券资产为主，或因美联储加息。对亚洲的资产配置比例相对较低，且集中在权益类。我们发现，如图 22 所示，外国债券的利率和外国权益资产的股息收益率高于日本国内债券的利率和权益资产的股息收益率。

表 10 GPIF 大类资产配置比例（2020 年 4 月后）

项目		国内债券	国外债券	国内股票	国外股票
目标比例		25%	25%	25%	25%
偏差限制	资产类别	± 7%	± 6%	± 8%	± 7%
	债券/股票	± 11%		± 11%	

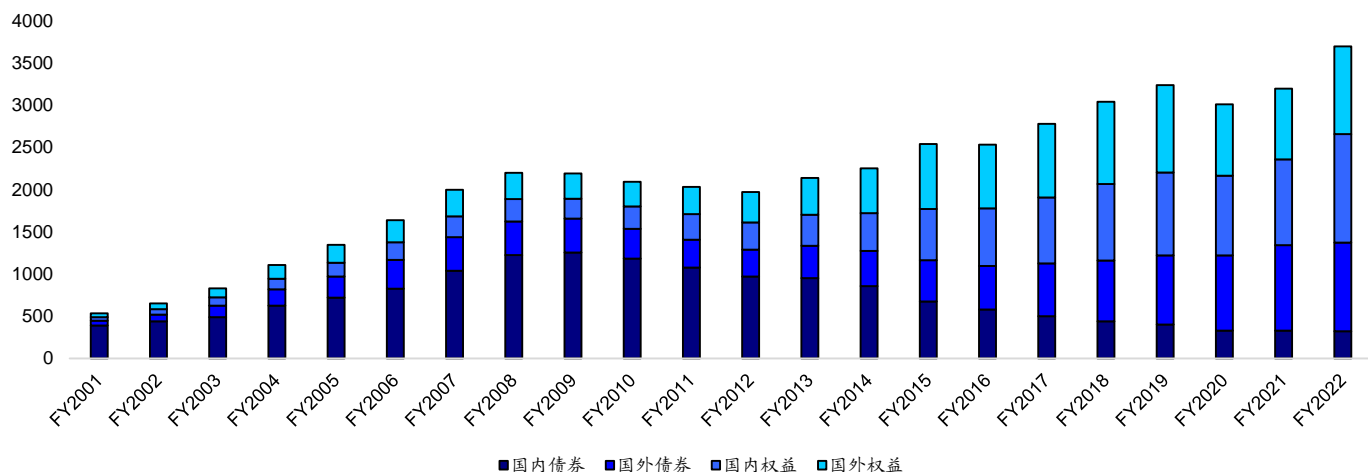
资料来源：GPIF 2022 年年报，海通证券研究所

表 11 GPIF 分国家投资情况（截至 2023 年 3 月）

排名	国家	权益投资（万亿日元）	权益投资占比	债券投资（万亿日元）	债券投资占比
1	日本	49.7	51.6%	46.6	48.4%
2	美国	31.5	56.6%	24.2	43.4%
3	法国	1.7	3.5%	46.6	96.5%
4	英国	2.1	8.0%	24.2	92.0%
5	意大利	0.3	7.0%	4.0	93.0%
6	德国	1.2	38.7%	1.9	61.3%
7	西班牙	0.4	12.5%	2.8	87.5%
8	加拿大	1.6	59.3%	1.1	40.7%
9	澳大利亚	1.0	55.6%	0.8	44.4%
10	荷兰	0.6	35.3%	1.1	64.7%

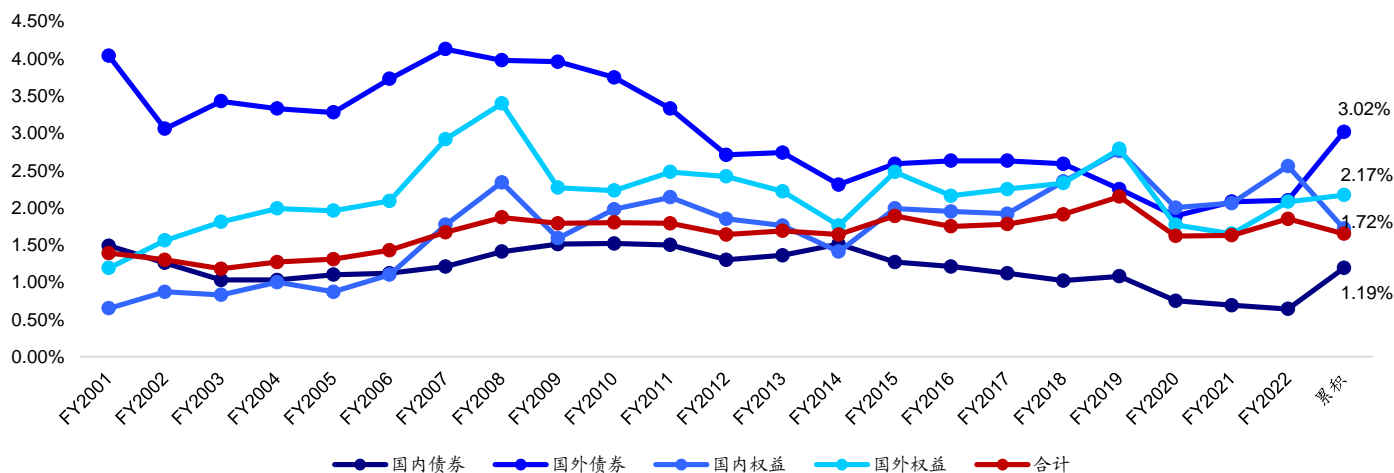
资料来源：GPIF 2022 年年报，海通证券研究所

图21 GPIF 大类资产利息/股利收入 (单位: 十亿日元)



资料来源: GPIF 2022 年年报, 海通证券研究所

图22 GPIF 大类资产利息/股利收益率



资料来源: GPIF 2022 年年报, 海通证券研究所

GPIF 托管机构基本均为信托银行, 且集中在日本万事达信托银行 (MTBJ) 和道富信托银行 (SSTB) 两家。日本信托业务由金融机构兼营或信托公司专营。从 70 年代后半期起, 受益于一系列信托业务相关的法律颁布, 信托银行业务不断创新, 逐步走向多元化, 日本进入了信托繁荣发展时代。截至 1985 年 9 月, 日本有 7 家以信托为主业的信托银行, 三家兼营信托业务的银行。从 1985 年 10 月开始, 外资开始在日本设立外资信托银行。1993 年, 证券公司也开始设立信托银行子公司, 经营信托业务。进入 90 年代后, 日本经济陷入增长停滞, 日本信托银行走上了合并道路: 1999 年, 三井、住友与中央信托合并, 成为三井住友信托银行; 2000 年, 三菱、日本信托与东京三菱银行合并, 成为三菱 UFJ 信托银行。2004 年日本对《信托业法》进行修改, 信托业务从由金融机构兼营改为金融机构兼营和信托公司专营共存。截至 2020 年 6 月, 根据日本信托业协会发布的会员统计数据, 日本信托业共有 12 家境内外、外资信托银行及 273 家分支机构从事信托业务。

日本信托业呈现出寡头垄断的发展版图, 厚生年金基金、确定给付型企业年金 (即企业 DB 计划) 均以信托银行为主要受托机构, 信托银行内部受托资产集中度同样较高。根据日本信托业协会的统计, 截至 2022 年 3 月末, 三井住友信托、三菱 UFJ 信托银行、日本万事达信托银行和日本托管银行 4 家机构合计受托资产规模 1343 万亿日元, 占全行业信托资产

规模的 83%。日本万事达信托银行（MTBJ）第一大股东仍为三菱 UFJ 信托银行，持股比例为 46.5%。

表 12 日本信托协会信托银行会员单位

会员单位	
三井住友信托控股有限公司	三菱 UFJ 信托银行
瑞穗信托银行有限公司	理索纳银行有限公司
准会员单位（部分）	
道富信托银行有限公司	野村信托银行股份有限公司
农林中金信托银行有限公司	万事达信托银行有限公司
JSF 信托银行有限公司	日本信托银行股份有限公司
SMBC 信托银行有限公司	新生信托银行有限公司

资料来源：日本信托协会网，海通证券研究所

表 13 日本企业年金受托情况（2024 年 3 月末）

		受托数量	受托资产		
			余额（亿日元）	占比	同比增长率
厚生年金基金	信托银行	4	155297	96.5%	11.9%
	保险公司	-	5696	3.5%	4.8%
	小计	4	160993	100.0%	11.2%
确定给付型企业年金	信托银行	3748	527855	75.1%	7.7%
	保险公司	7750	171094	24.3%	2.9%
	日本农协保险	296	4357	0.6%	0.5%
	小计	11794	703306	100.0%	6.5%
合计		11798	864300		7.3%

资料来源：日本信托协会网，海通证券研究所

表 14 日本信托从业机构受托资产规模（2022 年 3 月末）

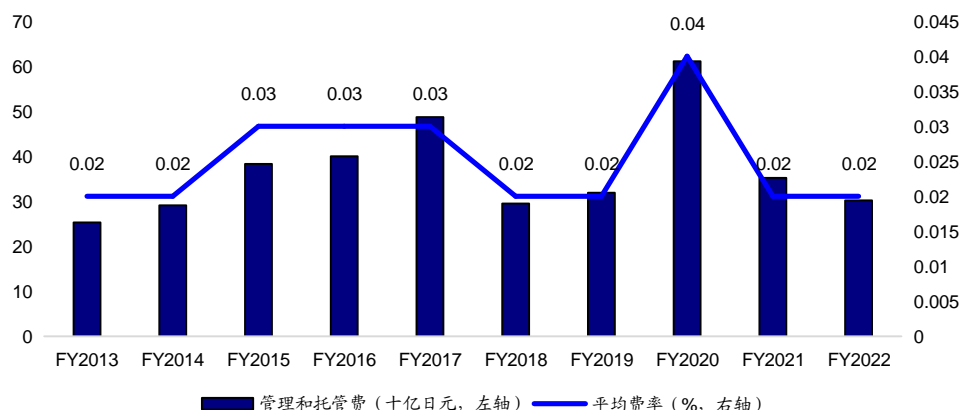
信托从业机构	受托资产规模（万亿日元）
三井住友信托集团	248.21
三菱 UFJ 信托银行	261.29
日本万事达信托银行	412.45
日本托管银行	421.65
13 家信托银行机构	1592.85
其他 74 家信托从业机构（含都是银行、地方银行、信托公司等）	18.97

资料来源：财策智库，海通证券研究所

GIPIF 对委托的投资管理机构进行定期评估，实施能进能出的考评制度，根据业绩表现来确定投资管理人的报酬。GIPIF 要求外部资管公司定期提交投资结果和风险状况报告，确认是否符合投资准则，并在必要时召开会议并接受解释。GIPIF 会进行年度全面评估，如在 2022 财年，GIPIF 要求 1 只评估低于一定水平的境外债券主动基金、1 只上一财年评估较低的境内股票被动基金进行改进。除全面评估外，GIPIF 还因管理和投资原因，取消了 1 只国内债券主动基金、3 只国外债券主动基金和 1 只国外股票主动基金。”此外，由于调整国内债券被动基金，GIPIF 取消了 1 只存量基金。主动基金经理的薪酬制度是根据超额回报制定的薪酬率，与业绩挂钩。如果没有获得超额回报，主动基金经理与被动基金经理的薪酬相同，为基本薪酬。

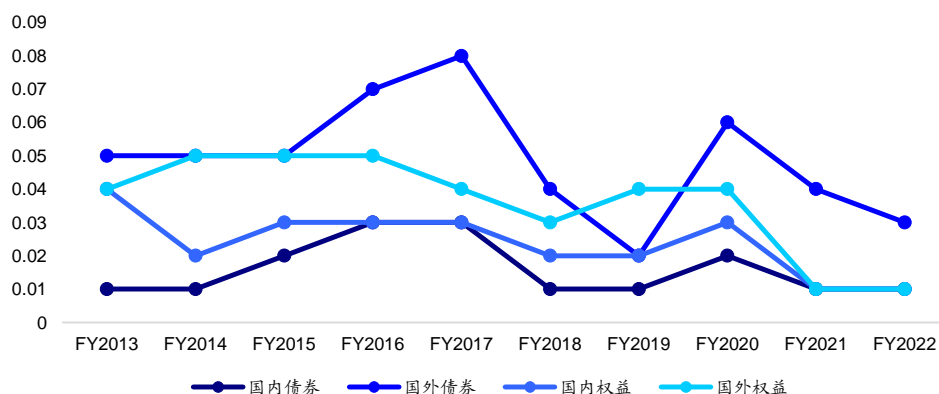
自 2013 年以来 GPIF 平均费率仅有 0.02%-0.03%，其中 2021-2022 年日本国内权益和国内债券的管理费率均仅有 0.01%。原因在于 GPIF 的投资组合以被动投资为主，且近年超额收益并不明显。

图23 GPIF 管理及托管费率低至 0.02%



资料来源：GPIF 2022 年年报，海通证券研究所

图24 GPIF 各大类资产管理及托管费率（单位：%）



资料来源：GPIF 2022 年年报，海通证券研究所

表 15 GPIF 以被动投资为主（单位：% ，表内数据为占比）

		FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
国内债券	被动	90.13	86.1	82.5	79.38	77.03	75.54	71.45	72.93	76.6	58.12
	主动	9.87	13.9	17.5	20.62	22.97	24.46	28.55	27.07	23.4	41.88
国外债券	被动	71.7	69.85	64.94	60.89	61.98	66.24	73.81	76.12	79.22	86.28
	主动	28.3	30.15	35.06	39.11	38.02	33.76	26.19	23.88	20.78	13.72
国内权益	被动	87.69	86.71	81.52	90.62	90.44	90.58	90.93	92.97	93.65	93.06
	主动	12.31	13.29	18.48	9.38	9.56	9.42	9.07	7.03	6.35	6.94
国外权益	被动	89.37	88.05	84.15	86.45	86.32	90.5	90.17	87.99	90.82	93.57
	主动	10.63	11.95	15.85	13.55	13.68	9.5	9.83	12.01	9.18	6.43

资料来源：GPIF 2022 年年报，海通证券研究所

GPIF 通过定期召开会议（包括在线会议）来管理托管人，并视需要举行其他会议以处理具体问题。此外，GPIF 要求每年提交一次与托管服务相关的材料，以确认托管人的组织架构、人力资源、运营条线、内部控制、资产管理系统、全球托管和信息安全措施。根据收

集的信息，GPIF 根据运营政策对每个托管人进行全面评估，同时了解每个托管服务提供商的优势和问题。

DB 计划和 DC 计划平均费率大致在 0.1%~0.3%。几乎所有的日本 DCIO（Defined Contribution Investment Only）投资的都是无负担基金（No-load funds），DC 计划参与者购买、持有和出售基金所产生的成本基本上仅限于信托费用。分大类资产而言，东证指数基金平均费率为 24.6bp，日本国内债券基金的资产规模加权平均信托费用为 15.4bp，低于东证指数基金，而外国股票和外国债券指数基金的资产规模加权平均信托费用与东证指数基金大致相当。DB 计划的指数基金费率大致如下：国内股票最低费率在 10bp 至 11bp 之间，国内债券最低费率在 7.5bp 至 15bp 之间、国外股票最低费率在 19bp 至 21bp 之间、国外债券最低费率在 14.5bp 至 24bp 之间。

表 16 DCIO 指数基金信托费率（2019 年 3 月）

	最低信托费率	AUM 加权信托费率
国内债券	15.0bp	24.6bp
国外债券	10.0bp	15.4bp
国内权益	16.0bp	27.6bp
国外权益	15.0bp	25.5bp

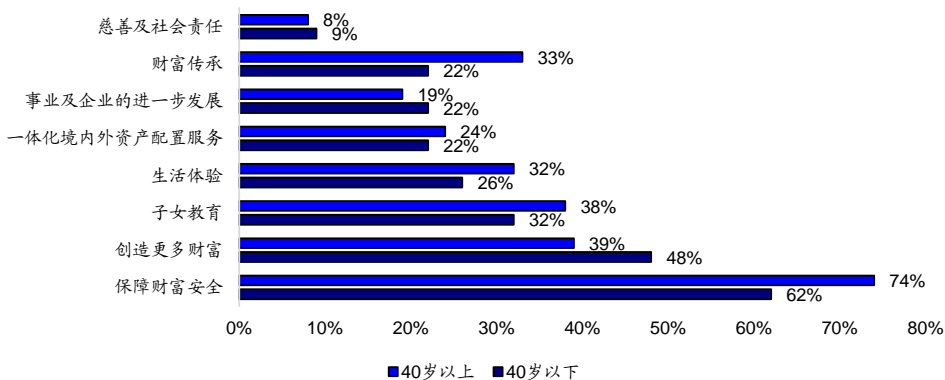
资料来源：NRI，海通证券研究所

3. 银行养老金融零售客户画像

3.1 已退休人群：财富安全性为先，重视财富传承

高收入中老年人相较财富增值更注重财富安全，“财富传承”重要性提升。《中国私人财富报告》中提到，74%的 40 岁以上高净值人群的财富目标是“保障财富安全”，对于 40 岁以下高净值人群而言明显增多。另有 33%的 40 岁以上高净值人群认为财富传承是目前重要的财富目标。由此可见，高收入中老年人更加偏好稳健低波动的投资方式。

图25 中国高净值人群财富目标对比



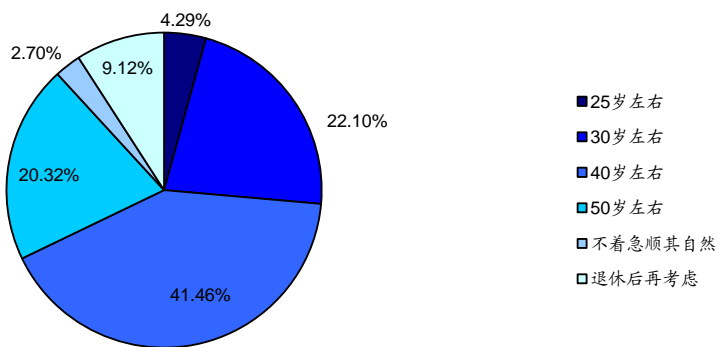
资料来源：招商银行-贝恩公司高净值人群调研分析，海通证券研究所

非高收入的老年人常常面临入不敷出的困境，和提供养老金融服务相比，增加老年人收入来源是更需要解决的问题。根据《2022 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，2022 年城乡居民基本养老保险基金收入 5609 亿元、基金支出 4044 亿元，计算得出城乡居民基本养老保险人均养老金水平为 205 元/月。银行等金融机构可以把资源向普惠型养老倾斜，通过降低金融服务费率等提供优惠；政府作为规划者和引领者或可发挥更大作用，通过税费减免、再贷款等，激发银行等参与养老服务供给的积极性。

3.2 备战养老人群：中青年已具备养老意识，风险偏好更高

认为应在 40 岁左右前准备养老的群体占七成，29-43 岁的 80 后、90 后人群养老金缴存和投资意愿较强。《2022 中国中青年养老成熟度调查报告》显示，约七成受访人士认为应在 40 左右之前为养老做准备。从华夏基金《个人养老金一周年洞察报告》来看，80 后、90 后中青年人群在个人养老金缴存和购买产品阶段的占比逐步上升，购买产品阶段合计占比达 68%。开户、缴存、购买产品的人群中 20-28 岁的 95 后、00 后比例为 20%、17%、12%，30 岁以下的年轻群体有一定的养老意识。

图26 开始做养老准备的年龄分布



资料来源：2022 中国中青年养老成熟度调查报告，海通证券研究所

风险偏好更高，财富管理目标中“创造更多财富”占比更高。《中国私人财富报告》显示，年龄在 40 岁以下的高净值客群增长较快，已经成为高净值人群的重要组成部分。年轻一代整体风险偏好更高，相较 40 岁以上客群更倾向于创造更多财富，因此对股票和另类投资等高风险资产、衍生品和数字化交易资产等新兴资产接受度更高。

4. 我国银行服务养老金融的优势和存在问题

4.1 优势：客户群体广泛、粘性强，拥有养老金资产全局视角

银行账户的覆盖度广，银行拥有广泛的客群基础和客户信任。银行结算账户和银行卡广泛普及，2018 年成年人近九成拥有活跃账户，超八成使用电子支付。银行结算账户和银行卡人均拥有量在高位仍有小幅增长，截至 2022 年末全国人均拥有 9.97 个银行账户，同比增长 3.75%。

养老金是老年人的主要收入来源，大部分银行都有养老金代发的业务。养老金账户是养老金财富管理的起点，客户在银行端拥有养老资产的全局视角。《十城市万名老年人居家养老状况调查》显示，在被调查的十个国内主要城市，上万名老人当中，89.2% 的被访者及其配偶以离（退）休金为主要收入来源，以子女为主要收入来源的仅占 5.2%，月均离（退）休金达到 2532.8 元。银行是养老金的托管人，具备个人客户养老金的全面信息。这一点在个人养老金业务上有显著体现。银行是开立个人养老金资金账户的唯一渠道，客户在非银渠道缺乏获得其个人养老金账户整体资产等信息的数据接口，非银渠道仅是购买通道，无法发挥其账户系统的优势以及在养老资产配置和投资方面的顾问功能，因而我们认为和银行销售渠道差异化不大，导致个人养老金客户通过非银渠道投资的积极性不高。

银行线下网点数量繁多，对中老年群体的触达能力在金融机构中首屈一指。中老年群体往往依赖传统的金融服务渠道，对银行机构粘性相对较强。目前全国县域实现银行机构 100% 覆盖，乡镇银行机构覆盖率达 97.93%，行政村基本实现金融服务全覆盖。《中国普惠金融指标分析报告（2022 年）》显示，截至 2022 年末，平均每万人拥有银行业

存款类金融机构网点 1.59 个，全国助农取款服务点达 74.06 万个，为有效满足城乡老年群体金融服务需求奠定了基础。平均每万人拥有 ATM 机具 6.35 台，平均每万人拥有联网 POS 机具 251.89 台，总体保持稳定。

对于财富管理而言，线上线下渠道均非常重要。**养老财富管理属于个性化专业化产品，客户的认知水平尚且有限，在销售阶段线下渠道或可发挥更大作用；而在“售后服务”阶段，线上服务能够保持与养老客户的紧密联系。**对标准化业务来说，实际上在线上办理更加方便、快捷，购买、赎回时间也更加灵活。但对于金额较大，更具差异化、私人化定制的金融产品，则更适合线下方式开展。被自助机器和手机 APP 释放的人力可以集中在效用更高的方向，理财经理为客户提供更具专业性、个性化的资产配置与财富规划；同时，通过理财经理面对面交流沟通，可以让客户感受到富有温度、更安全的综合性服务。银行财富业务除了销售阶段外，对客户的“售后”服务在理财产品整体净值化趋势下同样重要，包括产品运行情况披露、投资配置建议、提醒申赎等。平台化线上金融服务具备了“客户随时能找到理财经理，理财经理随时能联系到客户”这一天然服务触达优势属性，为理财经理持续“财富顾问式”金融服务开展提供了前提条件。

银行理财的投资范围较基金更广，费率较基金更低。银行理财投资范围包含非标、各类资管计划和公募基金，投资范围较公募基金更广。《商业银行理财业务监督管理办法》规定，商业银行理财产品可以投资于国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、银行存款、大额存单、同业存单、公司信用类债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券、公募证券投资基金、其他债权类资产、权益类资产以及国务院银行业监督管理机构认可的其他资产。商业银行理财产品可以在满足限额要求的情况下投资于非标准化债权类资产，在不层层嵌套的情况下投资于资产管理产品。

基金的费用一般由认购费/申购费、销售服务费、赎回费、管理费、托管费等部分构成。银行理财除了封闭型理财提前赎回会产生费用，一般不收赎回费。其他几种费用银行理财也存在，但通常费率会比基金低。根据普益标准统计，权益类理财产品固定管理费费率均值为 0.78%，远低于权益类公募基金的 1.47%。同样，权益类公募基金产品平均收取 0.24% 的托管费，而权益类理财产品的平均费率仅为 0.04%。在申赎费率方面，相关费率差距更加明显。权益类理财产品的认（申）购费率平均收取标准为 0.13%，而同类基金产品该费率为 0.91%。此外，权益类公募基金产品平均赎回费率为 1.46%，但大部分权益类理财产品并未收取赎回费，少数产品设定了浮动费率区间，但均值也远低于基金产品。

4.2 问题：综合服务能力弱，考核注重短期，中小银行难以参与

养老金融业务零散化、碎片化，较难实现系统和高效的管理，也难以满足客户的需要。虽然商业银行较为重视养老金融服务的发展，但在商业银行总部以及分支机构成立养老金融业务部并未发挥应有的职能，只是将养老金融业务部挂靠在托管业务、公司业务或者零售部门业务之下，没有建立独立的业务板块。养老金融产品在这样的制度环境下，只能零散地分布在各金融产品线上，这对养老金融服务的系统化发展和风险的系统化管理是十分不利的。养老金融产品在各银行各部门间的零散分布，还加重了职责不明产生的混乱局面，增加了养老产品研发部门同展业部门的沟通成本，延缓了新产品的上市时间，从而导致新产品上市效果不理想，不能满足客户和社会的实际需求，弱化养老金融产品的创新水平，隐形成本增加。

银行考核体系注重短期，而养老金融回报期较长。商业银行的经营管理模式与养老金融业务的成长周期之间存在着严重的矛盾，现有商业银行考核体系以年为单位进行分期考核，适合流动性强，利润率可观的短期信贷业务，对于回报周期较长的养老金融业务来说，一年期的考核体系增加了养老金融基层工作的困难，使基层员工的工作压力增加，不利于养老金融产品的推广。特别是商业银行的企业年金业务，这项业务的开展前期投入成本高，同业市场竞争激烈，投入产出比在业务签订的初期很难获得可观的收益，这与现有的商业银行考核标准存在强烈的冲突，商业银行的评估体系会给决策者一个关

于企业年金业务的错误信号，致使决策者放弃业务的开展，从而限制企业年金的进一步发展，进而对养老金融体系的建立造成负面影响。这方面工商银行已经进行了一些有益的探索，在业内率先建立涵盖 9 个条线、31 项指标的养老金融业务指标体系。

中小银行受牌照限制，难以参与养老金市场。科技投入不足，财富管理难以实现规模效应，综合化服务能力弱，构成了中小银行养老金融业务难以摆脱的困境。从前文可以看到，中小银行基本只能承接一部分当地的第一支柱资金，第二支柱的牌照资格只有国有大行和一部分全国性股份制银行拥有，而第三支柱开办个人养老金业务的机构名单大部分仍为全国大型银行。此外，未获得理财子牌照的银行，其存量理财业务需在监管要求下持续压降。中小银行若想继续参与理财产品的销售，只能通过成立理财子公司或者走代销的发展路径。中小银行在供给端常常无法满足客户需求，手握大量本土客户的中小银行在从事自我管理理财业务时，常受制于监管约束和自身禀赋，自有理财产品品类相对单一。

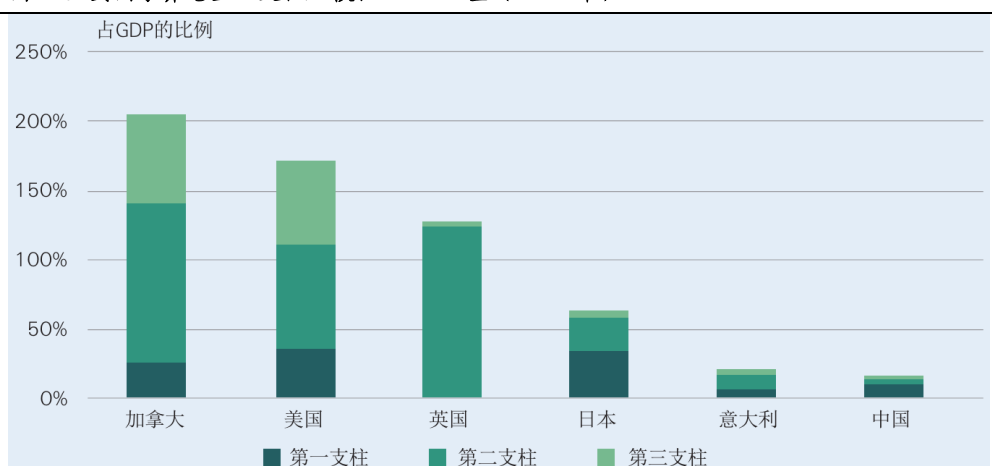
5. 未来发展方向

5.1 养老金市场：预计量增费率稳，第三支柱机制有优化空间

我国退休群体将有明显增长，第二、第三支柱覆盖度尚不足。据统计，1962~1975 年是自新中国成立以来三个出生高峰之一，每年出生人口均超 2000 万，其中 1963 年达到顶峰，接近 3000 万人。这意味着，未来随着我国老龄化问题的深化，退休人群的数量也会迎来一波高峰。我国截至 2023 年底第一支柱基本养老保险参保人数 10.7 亿，但第二支柱企业年金和职业年金参加人数仅有近 7600 万人，第三支柱个人养老金，到 2023 年年底开户数近 5000 万。

整体养老储蓄偏低，第一支柱面临压力，养老金占 GDP 比重和发达国家有差距。作为第一支柱的基本养老保险目前仍是中国养老金储蓄的主要来源。中国社科院于 2019 年发布的一份报告显示，如果维持当前退休年龄不变，基本养老保险基金当期结余会在 2028 年首次出现赤字，并且基金累计结余将在 2035 年耗尽。2022 年中国养老金总量规模约占 GDP 的 10%，低于 OECD 平均水平(2020 年为 14%)，与部分发达国家相比仍有较大差距，如加拿大、瑞士、英国等发达国家的养老金储备占 GDP 比例普遍超过 100%。

图27 主要国家养老金三支柱规模占 GDP 比重（2020 年）



资料来源：《中国中老年人风险保障研究》，海通证券研究所

以美国和日本的经验来看，养老金综合管理费率均呈现出下降的趋势。美国和日本养老金投资均以被动投资为主，且规模相对较大，使其综合管理费率逐渐下行。目前银行养老理财费率较养老基金费率更低，向下调整空间或不大。以个人养老金能够投资的

“建信理财‘安鑫’（最低持有 360 天）按日开放固定收益类净值型人民币理财产品”（下称“建信理财‘安鑫’”）和“银华尊尚稳健养老目标一年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)”（下称“银华尊尚 FOF”）为例，建信理财“安鑫”针对个人养老金客户的 L 类份额销售费率为 0.1%/年，固定管理费率为 0.05%/年；托管费率为 0.015%/年。银华尊尚 FOF 针对个人养老金客户的 Y 类份额管理费率为 0.30%/年；托管费率为 0.05%/年，基金运作综合费率（年化）为 0.41%。

个人养老金的退出机制、税收优惠有望根据实际情况改进。个人养老金的退出机制没有针对特殊事项的特殊管理。一旦存入之后，再也无法拿出来，要么是抵达退休年龄取出，要么是死亡由亲属取出。在此期间，无论民众出现任何一些特殊情况，都无法取钱急用。此外，年收入在 6 万元及以下群体原本不需要缴纳个人所得税的，然而如果他们选择参与个人养老金计划，在提取养老金时反而需要支付 3% 的税，这无疑增加了他们的税务负担，导致多缴税款的情况出现。

我国年金投资范围有扩大的趋势，未来投资在限额、地域、种类等方面或有进一步拓展。人社部明确从 2021 年 1 月 1 日起，我国年金基金投资范围从仅限于境内，扩大到可通过股票型养老金产品或公开募集证券投资基金投资港股。同时，还将年金基金投资权益类资产的比例上限提高 10 个百分点。近年来，我国金融市场发展变化迅速，新的投资品种和投资工具不断涌现，特别是资管新规出台后，现有政策已无法满足年金基金投资实践的需求。同时，在利率不断下行、三支柱尚待充实的环境下，“优质资产荒”是可以预见的，调整年金基金投资政策的紧迫性更加凸显。参照日本 GPIF 的投资收益情况，国外债券和国外权益利息/股利收益率常常较国内资产更高。

5.2 养老服务与产业：广度和深度提升，宏观政策支持

《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出，推动养老事业和养老产业协同发展，健全基本养老服务体系，大力发展普惠型养老服务，支持家庭承担养老功能，构建居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系。养老服务业将在“十四五”期间迎来战略机遇期，呈现普惠化、产业化、智慧化的发展趋势，应是未来商业银行积极探索、重点发力的领域。

由“残补型”养老服务向适度普惠型、普惠型养老服务发展。在全面建成小康社会和共同富裕的背景下，老年人的养老需求升级，从经济保障型向服务保障性转变。在新中国成立初期和改革开放初期，我国实行对特殊群体提供选择性、补救性养老帮扶的模式，家庭作为养老服务的提供主体，承担了主要的养老责任。进入新时代，人口结构、经济水平发生变化，党的十九届五中全会提出要大力发展普惠型养老服务，以政府与市场、社会协同，兼具可及性和可得性的养老服务方式，向全体老年人提供普及化、制度化、均等化、个性化的生活服务。

政策对养老产业的支持延续。从“残补型”升级到普惠型的养老超越了“兜底线”和保基本的政策目标，强调以优惠和可负担的较低价格，换取“可购买到，能购买起”的养老服务，具备一定程度的福利性。中低收入老年人一般难以负担较高价格的由市场和社会组织提供的养老服务。因此，政府作为普惠型养老的规划者和引领者，需要以财政政策和定向货币政策支持养老服务企业和老年人个体。

5.3 银行自身的优化方向

许多银行已经专门成立养老金融部门，将养老金融的发展放在优先地位。商业银行为抢占养老金融先发优势，纷纷设立了养老金融业务专营机构，以一级部门或二级部门（处/中心）的形式，专业管理养老金融业务发展。例如，工商银行成立了养老金业务部、中国银行成立养老金融中心；华夏银行采取板块业务管理方式，分别在公司业务部、个人业务部下设养老产业金融业务室、养老金融业务室；北京银行在财富平台部下设养老

金融中心等。

人口老龄化趋势加速、居民养老意识增强、老年群体数字化水平提升，养老金融需求侧的空间广阔，供给侧尚有可以改进之处，以便打通“养老投教-养老规划-资产配置-产品优选-长期陪伴”财富管理链条。金融行业的客户群体有相当一部分本人或亲属是老年人，为这部分客群提供全生命周期的金融服务，是增强客户粘性的重要手段。截至 2023 年年末，我国 60 岁及以上的老年人口数量接近 2.97 亿人，占比 21.1%。据国家卫健委预测，到 2035 年前后，我国 60 岁及以上的老年人口数量将达到 4 亿人规模，届时我国将由中度老龄化正式迈入重度老龄化阶段。根据工信部等机构预测，养老产业市场规模预计到 2027 年将突破 20 万亿元。养老金的大面积覆盖促使居民增强了养老规划意识，年均养老相关消费支出持续增长，养老产业正在成为我国新发展阶段新经济增长点的重要支撑。这对银行未来经营发展战略和模式都将产生重大影响。

6. 风险提示

金融产品费率的公开信息与实际情况可能存在差异；国内外养老金融政策体系不完全可比；金融监管政策可能发生变化。

信息披露

分析师声明

孙婷 非银行金融行业
林加力 银行行业
董栋梁 银行行业
徐凝碧 银行行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 兴业银行,中信银行,浙商银行,第一创业,江苏银行,沪农商行,,方正证券,中国太保,国金证券,邮储银行,杭州银行,光大证券,东吴证券,宁波银行,东方财富,建设银行,中信证券,中国人寿,国泰君安,苏州银行,江苏金租,瑞达期货,上海银行,重庆银行,兴业证券,交通银行,中国银行,招商证券,常熟银行

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。