



Research and
Development Center

海外机构研究系列之一： 美国养老体系研究

于明明 金融工程与金融产品首席分析师
执业编号：1500521070001
联系电话：+86 18616021459
邮箱：yumingming@cindasc.com

证券研究报告

基金研究

基金专题报告

于明明 金融工程与金融产品

首席分析师

执业编号: 1500521070001

联系电话: +86 18616021459

邮箱: yumingming@cindasc.com

钟晓天 金融工程与金融产品

基金研究负责人

执业编号: 1500521070001

联系电话: +86 15121013021

邮箱: zhongxiaotian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

海外机构研究系列之一：美国养老体系研究

2021年09月03日

自通过《社会保障法》制定的社会保障计划开始至今，美国养老金体系的发展与建设已有将近百年的历史，逐步建立了现代的三支柱养老体系。

美国养老体系是如何构建的？一二三支柱各有什么特点？坐拥全球规模最大的养老资产，美国对养老金是如何进行管理和投资的？本篇报告我们试图研究和回答上述问题。

➤ 美国养老金“三支柱”体系构建初期，主要以第一支柱联邦社保基金为基础，第二、三支柱为辅助。随着三支柱体系的不断发展和完善，体系的重心逐渐由第一支柱转向第二、三支柱。

✓ 美国退休市场资金体量庞大，体系健全。第二支柱（雇主赞助的养老计划，20.1 万亿）规模最大，第一支柱（美国社保基金，2.91 万亿）覆盖人群最广，第三支柱（12.21 万亿）满足了自由职业者、中小企业的雇员以及有更多养老金储蓄需求的人群诉求。

✓ 第一支柱：美国社保（OASDI）涵盖人群范围广泛，是低收入退休者的主要收入来源，资金主要投资于一些风险较小，收益较为稳定的长期债券，一般为特殊国债。

✓ 第二支柱：雇主发起式养老金计划——企业层面提供养老金。主要分为 DB 计划和 DC 计划，其中 401(k) 计划是当前美国最普遍被选择的针对私营企业雇员的计划，截止至 2021 年 3 月，401(k) 计划的规模已经升至 6.88 万亿美元。

✓ 第三支柱：个人养老账户 IRA，也称个人退休金计划，是一种联邦政府提供税收优惠、个人自愿参与的个人补充养老金计划，其中传统型 IRA 是大部分家庭的选择。

➤ 共同基金在美国养老体系中扮演着重要的角色，尤其是目标日期基金。

✓ 共同基金是 DC 计划和 IRA 账户的主要投资工具。DC 计划中的共同基金资产共计 5.67 万亿美元，占总投资的 59%，IRAs 计划中的共同基金共计 5.45 万亿美元，占总投资的 45%。

✓ 目标日期基金：一站式养老投资基金。目标日期基金是 401(k) 计划的投资者默认选项，自 2006 年后规模快速扩张。DC 计划中的目标日期共同基金于 2020 年高达 1.06 万亿美元，在 IRAs 中也有 2930 亿美元的资产。

➤ 风险因素：宏观经济下行；第三支柱政策落地不及预期；养老产业建设进程不及预期；股市波动率上升；金融监管力度抬升超预期。



目录

一、发展背景：美国养老金体系概况	5
1.1 美国人口老龄化问题加剧	5
1.2 发展历程：覆盖人群变广，资金规模增大	6
1.3 美国养老金体系：“三支柱”发展模式	7
1.4 美国养老金规模较大，第二、三支柱近年发展迅速	8
二、美国三支柱的运作模式	10
2.1 第一支柱：美国社保（OASDI）——美国养老金体系的基石，低收入人群的保障	10
2.2 第二支柱：雇主发起式养老金计划——企业层面提供养老金，是对社保的补充	13
2.3 第三支柱个人养老账户——个人层面的养老金账户，只要有劳动收入就可投放	19
三、美国共同基金对养老金市场的作用	22
3.1 共同基金是 DC 计划和 IRA 账户的主要投资工具	22
3.2 目标日期基金——“一站式”养老投资基金	24
附注：	28
风险因素	30

表目录

表 1：美国退休市场总资产分布（万亿美元）	8
表 2：社保对 60 年代出生的人家庭收入平均替代率	10
表 3：社保覆盖就业和自营就业规定（按年制定）	11
表 4：2020 年 OASDI 收入、消费、储蓄情况统计	12
表 5：DB 计划的细分分类（规模单位：10 亿美元）	13
表 6：CaPLERs 表现汇总	15
表 7：DC 计划的细分分类（规模单位：10 亿美元）	16
表 8：企业在 401(k) 计划中偏好提供的投资类型（2017 年）	18
表 9：DB 计划和 DC 计划的区别	18
表 10：拥有 IRAs 计划的美国家庭所占百分比	21
表 11：不同退休计划中共同基金所占金额（单位：10 亿美元）	22
表 12：目标日期共同基金在不同计划中资金金额（单位：10 亿美元）	25
表 13：IRA 投资者的不同年龄所选的投资类型（百分比，截止至 2016 年底）	27
表 14：美国前 5 目标日期产品管理者（单位：10 亿美元）	29

图目录

图 1：美国总生育率	5
图 2：美国出生时平均预期寿命：总计	5
图 3：美国 65 岁以上老人过去 12 个月的工作状况	5
图 4：美国人口年龄分布	6
图 5：美国养老金体系发展的重要历史时间截点	6
图 6：美国养老金三支柱体系	7
图 7：美国养老金体系三支柱规模（10 亿美元）	9
图 8：第二支柱中退休资产的分配（10 亿美元）	9
图 9：退休市场金字塔	10
图 10：OASDI 资产储备（单位：10 亿美元）	12
图 11：OASDI 资产配置（单位：千美元）	13
图 12：公务员退休基金资产配置情况	14
图 13：公务员退休基金股票部分配置情况	15
图 14：公务员退休基金股票部分配置情况	16
图 15：401(k) 计划规模（10 亿美元）	17
图 16：DC、DB 计划的规模（单位：10 亿美元）	19
图 17：美国参与三种 IRAs 的家庭数占比	20

图 18: 按退休工具类型划分的共同基金中退休资产的占比	22
图 19: 共同基金在各类 IRA 计划中的规模 (10 亿美元)	23
图 20: 美国 IRAs 计划中共同基金的配置情况	23
图 21: 美国 DC 计划中共同基金的配置情况	24
图 22: 2020 年 DC 计划中不同类别共同基金的占比	24
图 23: 各类投资资产中目标日期基金所占规模 (单位: 10 亿美元)	25
图 24: 目标日期基金在 401 (k) 计划中的占比变化	26
图 25: 规模较大的目标日期基金的“下滑轨道”	26
图 26: 美国 FOF 基金净资产分布 (单位: 十亿美元)	28
图 27: 美国 FOF 基金中各类基金所占数量 (单位: 只)	28
图 28: 美国 FOF 基金新增净流入 (单位: 10 亿美元)	28

一、发展背景：美国养老金体系概况

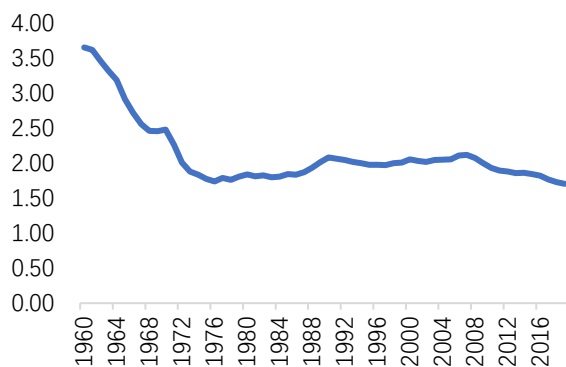
美国自大萧条时期通过 1935 年的《社会保障法》制定的社会保障计划开始至今，其养老金体系的发展与建设已有将近百年的历史，在过程中其逐步建立了现在的三大支柱养老金体系。在此期间美国经历了发达国家发展过程必然经历的人口老龄化，为了应对人口年龄结构的改变，三大支柱也逐步形成并且不断完善改进，为越来越多美国人面临的养老问题提供更多的选择与可能。

中国作为世界人口大国，也已步入人口老龄化阶段的初期，目前我国的养老金体系中，第一支柱的社会保障金仍占主要地位，第二三支柱的建设相对短缺，美国拥有经历较长发展历史的养老金体系以及与美国相似的人口结构，同时美国养老金市场也是当前全球规模最大的养老金市场，研究美国的养老体系对我国的养老体系发展具有一定的参考借鉴价值。

1.1 美国人口老龄化问题加剧

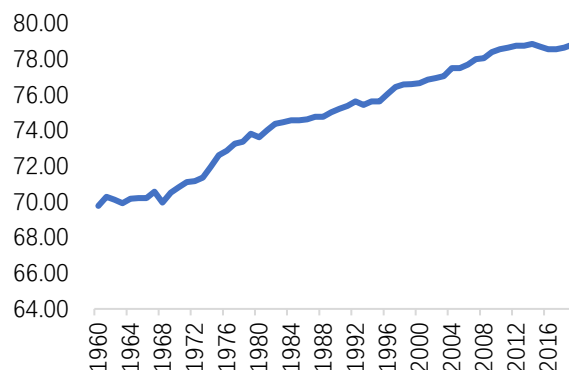
美国当前生育率不断下降（由大于 3.5 数降至 1.5），伴随着人口平均预期寿命不断增加（由不足 70 岁上升至 78 岁），美国人口老龄化较中国更早到来，在应对人口老龄化加剧的问题上，美国养老金制度也在不断发展完善，二三支柱逐渐健全。美国当前养老金体系的建设对中国未来完善养老金系统的构建提供了一定的思路。

图 1：美国总生育率(每名妇女生育数)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

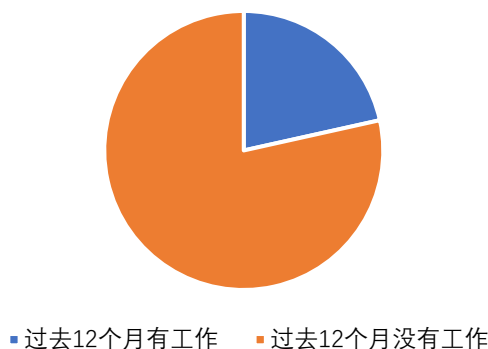
图 2：美国出生时平均预期寿命



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

过去 12 个月以来，美国有 22% 的 65 岁以上老人有工作，占比接近 65 岁以上老人总人数的 1/4。从美国的人口年龄结构分布也可见，65 岁以上老人所占比例不断上升，0-14 岁青少年人口所占比例逐年下降。

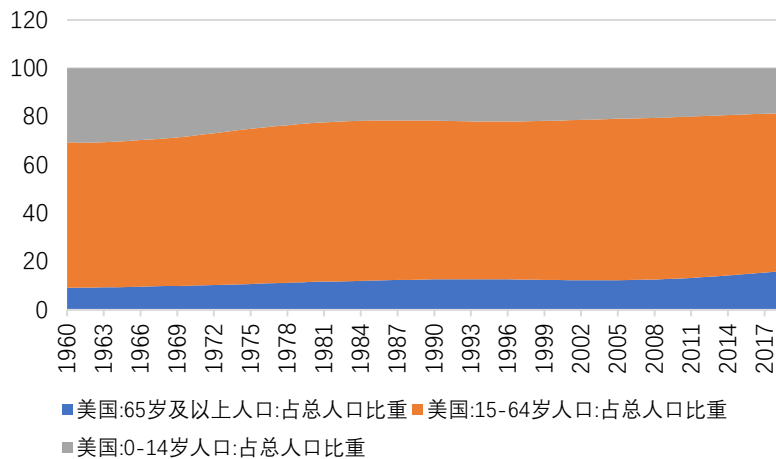
图 3：美国 65 岁以上老人过去 12 个月的工作状况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

数据日期: 截止至 2020 年 12 月 31 日

图 4：美国人口年龄分布

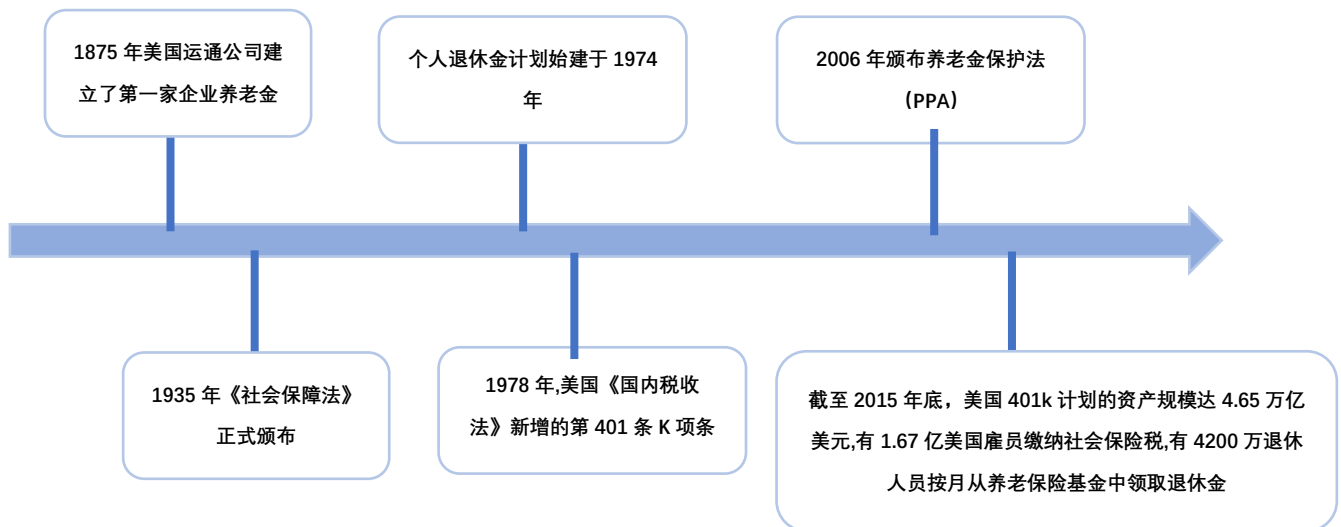


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

数据日期: 截止至 2020 年 12 月 31 日

1.2 发展历程：覆盖人群变广，资金规模增大

图 5：美国养老金体系发展的重要历史时间截点



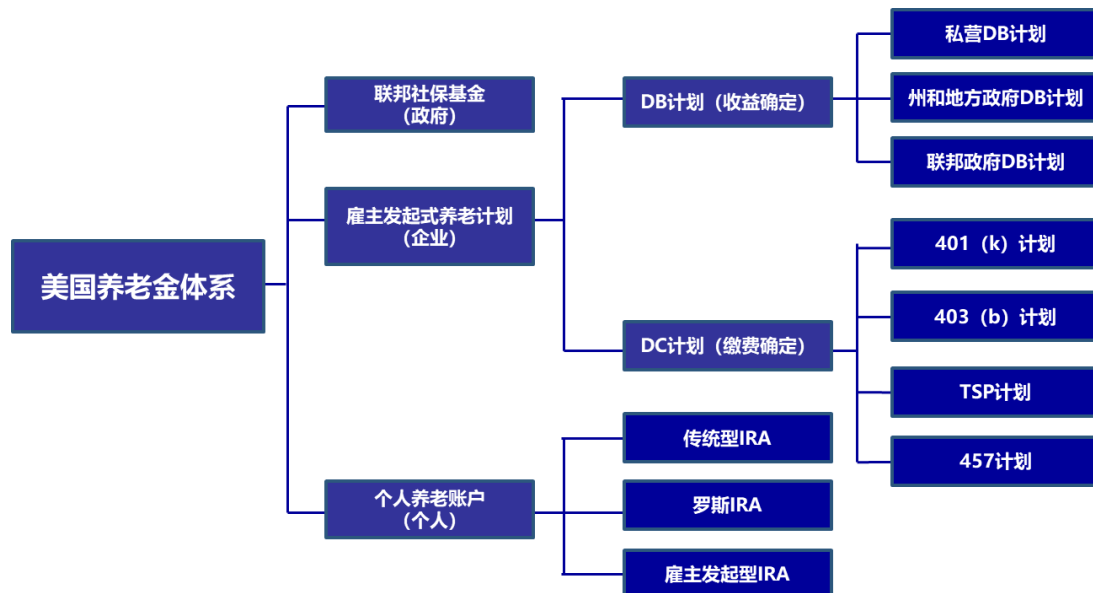
资料来源: 信达证券研发中心整理

自 1875 年美国运通公司建立了第一家企业养老金至今, 美国的养老体系已有超过百年的历史。1935 年《社会保障法》的正式颁布标志着从国家层面建立的养老金体系初步成型。个人退休金计划始建于 1974 年。美国三支柱养老体系中规模最大的第二支柱中最主流的 401(k) 计划于 1978 年伴随着美国《国内税收法》的提出而成立。截至 2015 年底, 美国 401k 计划的资产规模达 4.65 万亿美元, 有 1.67 亿美国雇员缴纳社会保险税, 有 4200 万退休人员按月从养老保险基金中领取退休金。

1.3 美国养老金体系：“三支柱”发展模式

美国养老金“三支柱”体系构建初期，以第一支柱联邦社保基金为基础，第二、三支柱为辅助构建较为完善的养老金制度。随着三支柱体系的不断发展和完善，美国养老金体系的重心逐渐由第一支柱转向第二、三支柱。

图 6：美国养老金三支柱体系



资料来源：信达证券研发中心整理

第一支柱（联邦社保基金）：为老年、幸存者和残疾人提供的保险计划。美国最大的收入维持计划（可以覆盖 96%的劳动人口）。此计划为国家主导，政府强制执行的。

（1）工人通过缴纳工资税为计划融资;收入存入两个信托基金（联邦老年和幸存者保险信托基金和联邦残疾保险信托基金），用于支付福利和该计划的运营费用。

（2）领取金额的多少与雇员做出了多少贡献有关。

（3）雇主与雇员缴款相匹配，自营职业者支付的金额等于雇主和雇员的缴款总额。

（4）计划的领取：雇员必须纳税 40 个季度（10 年），退休后可以按月领取社保退休金。

（5）补充保障收入：由一般税收（非社会保障税）资助的联邦收入补充计划：旨在帮助收入很少或根本没有收入的老年人、盲人和残疾人：提供现金以满足基本需求。

（6）缴纳上限：142800 美元，收入超过此部分的收入不进行额外缴纳。

（7）投资对象：特殊国债，收益较稳定。

（8）法定退休年龄取决于退休人员的出生年限，年龄在 65 岁和 67 岁之间。但是，领取社保养老金的年龄可从 62 岁到至 70 岁。提早退休领取养老金会导致养老金的金额比正常年龄退休金额减少，延迟退休年龄则可以领取到更高的养老金。这样一定程度上可以鼓励延迟退休年龄，应对日益严重的人口老龄化问题。

第二支柱（雇主发起式养老计划）：该计划由企业主导，雇主和雇员共同出资。属于自愿参与的。包括确定缴款计划（DC 计划）和确定给付计划（DB 计划）。

（1）通过雇佣关系进行管理。第二支柱的规模也是三大支柱中规模最大的。

（2）DC 计划主导了职业养老金格局，覆盖了 43% 的劳动力。相比之下，只有 20%的私营部门劳动力参

与 DB 计划。

(3) 最广泛被选择的 DC 计划类型是 401 (k) 计划。401 (k) 计划使雇员和雇主能够从其工资中向该计划缴纳延税捐款。可采用一次性付款、固定月数分期付款和年金分配方法。也可以将任何付款推迟到一定年龄。

(4) "401 (k)" 计划既可以减轻 DB 计划带给雇主的缴款压力，还可以为雇员提供递延纳税的优惠政策。存入 401 (k) 账户中的钱以及所得收入无需缴税，直到到达提取年龄，提取时才缴纳个人所得税。在私营企业中，60% 的劳动力可以享受退休计划。

(5) 投资对象：股票、债券、基金、货币基金等。

第三支柱（个人退休账户）：

(1) 个人负责、自愿参加。一般分为传统型 IRA(个人退休账户)、罗斯型 IRA、雇主发起型 IRA。其中传统型 IRA 选择的人数最多。覆盖 33% 的美国家庭。

(2) 2020 年，投入金额限制为 6000 \$，超过 50 岁可以多投入 1000 \$。投入金额不可超过工资性收入。

(3) 提取年龄：满 59.5 岁有资格取出；年满 70.5 岁后，每年必须取出一部分直到取光，且无法再存入。

(4) 投入时可以起到抵税作用，但该作用随收入增加而消失。在公司已经提供 401 (k) 的基础上，如果调整后净收入，如果大于 74000 美元，不可抵税；在 64000 美元和 74000 美元之间可以部分抵税；小于 64000 美元则可以全部抵税。如果没有 401 (k)，则个人收入大于 63000 美元，家庭收入大于 101000 美元，抵税逐渐免除。

(5) 激励非正规就业者和低收入人群自己进行退休储蓄；通过第二支柱向第三支柱转账，延续雇员跳槽或其他变动时的税收优惠待遇；也可以为有更高养老金储蓄需求的人提供可选空间。

(6) 投资对象：可选择的投资种类丰富，股票、债券、同业存单、共同基金、变动年金、房地产等。

1.4 美国养老金规模较大，第二、三支柱近年发展迅速

美国退休市场资金体量庞大，总资产共计 34.9 万亿美元（不包含第一支柱，包含年金）。第二、三支柱中，DC 计划和 IRA 在共同基金中的投资额较大，共计 11.1 万亿美元。

表 1：美国退休市场总资产分布（万亿美元）

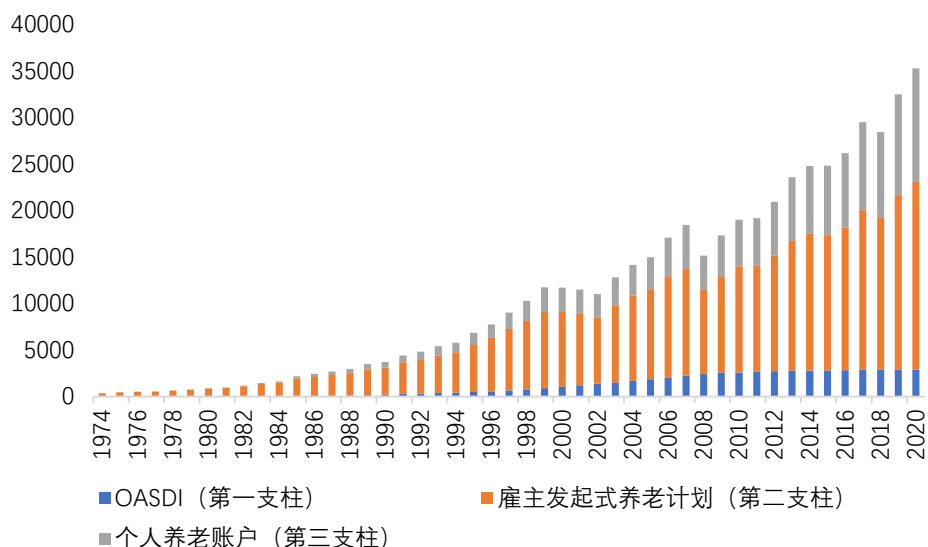
美国退休市场		
退休市场总资产	享有税收优惠的退休储蓄的家庭百分比	DC 计划和 IRA 在公募基金中的资产投资额
34.9	64%	11.1

资料来源：ICI，信达证券研发中心

日期截止至：2020 年 12 月 31 日

三大支柱中，第二支柱雇主发起式养老计划规模最大，截止至 2020 年达到 20.1 万亿美元的规模。三大支柱的总规模基本遵从逐年上升的规律。其中，二、三支柱规模增速较快。第三支柱个人养老账户规模自 2000 年的 0.26 万亿美元升至 2020 年 12.21 万亿美元。

图 7：美国养老金体系三支柱规模（10 亿美元）

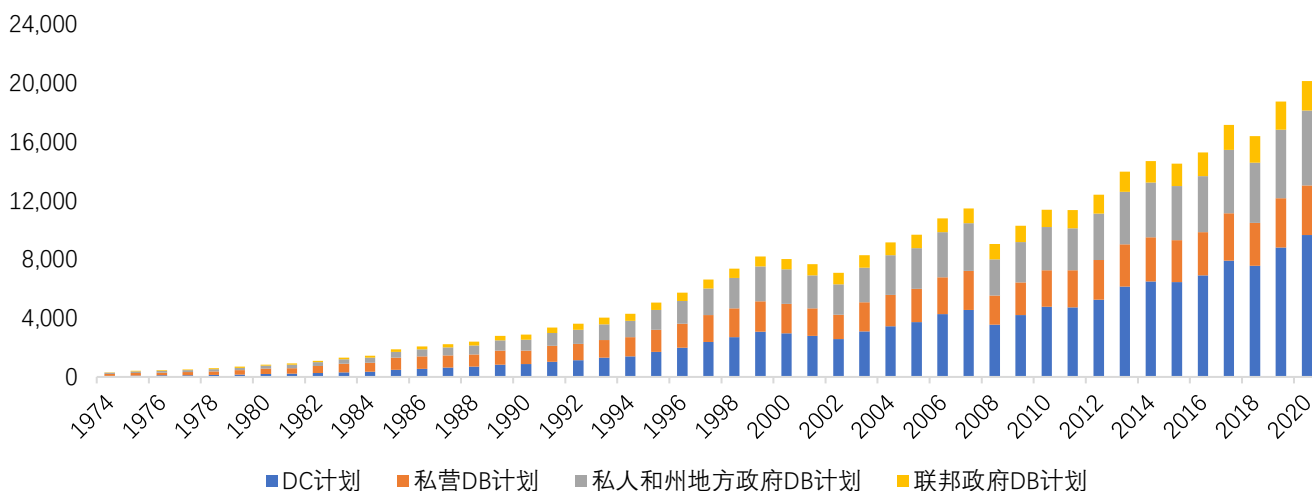


资料来源：ICI、ssa，信达证券研发中心

日期截止至：2020 年 12 月 31 日

自 1974 年 401 (k) 计划的推出起，第二支柱规模基本呈逐年上升的态势，截止至 2020 年成为三大支柱中规模最大的支柱。401 (k) 计划规模的扩张是第二支柱规模增大的主要原因，也是当前的第二支柱的主流选择之一。

图 8：第二支柱中退休资产的分配（10 亿美元）

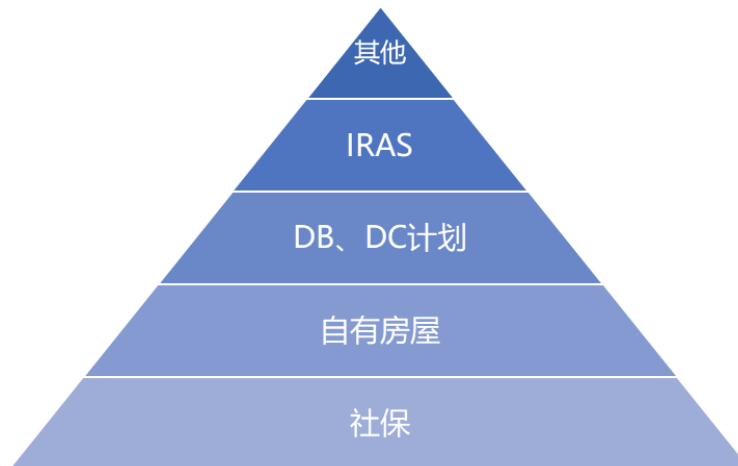


资料来源：Wind，信达证券研发中心

日期截止至：2020 年 12 月 31 日

二、美国三支柱的运作模式

图 9：退休市场金字塔



资料来源：ICI，信达证券研发中心

由美国退休市场金字塔发现，联邦社保基金是对退休老人维持生活的基本保障，也是低收入人群的生活来源。在此基础上体现为对自有房屋的需求，其次为第二支柱的 DB、DC 计划中储存投资的养老金，第三支柱的个人养老账户则是在第一二支柱的基础上，为了满总更高层次的退休储蓄需求而建立的。

2.1 第一支柱：美国社保（OASDI）——美国养老金体系的基石，低收入人群的保障

（1）OASID 项目涵盖人群范围广泛，是低收入退休者的主要收入来源

美国社保全称联邦老年、幸存者和残疾保险（OASDI）计划。该计划为退休人员 and 残疾人及其配偶、子女和幸存者提供福利。该计划的目标是替代因年老、配偶死亡或符合资格的前配偶或残疾而损失的部分收入。

美国社保对 60 年代出生的人家庭收入平均替代率为 30%-75%。特别是低收入家庭，社保对其收入替代可高达 75%，是低收入人口退休后的主要收入来源和维持生计的手段。所以作用也是至关重要的。其覆盖的人群范围也随着法律的不完善而扩大，现可覆盖美国 96% 的人口。

表 2：社保对 60 年代出生的人家庭收入平均替代率

家庭终身收入的五分位	CBO 预计替代率（%）
最低	75
第二	56
中间	48
第四	40
最高	30

注：CBO（Congressional Budget Office）国会预算办公室

替代率：个体在退休后要持与退休前同样的生活水平需要的收入（占退休前收入）比例

资料来源：ssa.gov，信达证券研发中心

表 3：社保覆盖就业和自营就业规定（按年制定）

覆盖就业和自营就业规定（按年制定）		
颁布年份	承保范围	具体条例
1935	...	美国大陆、阿拉斯加、夏威夷和美国船上 65 岁以下的所有商业和工业工人(铁路除外)。(1936 年之后。)
1939	...	消除年龄限制
1946	...	铁路和社会保障收入的总和，以确定是否有资格和数额的遗属福利。
1950	...	定期雇佣的农场和家庭工人。非农业个体经营(专业团体成员除外)。不属于联邦退休制度的联邦文职雇员。被美国雇主在美国境外雇用的美国公民。波多黎各和美属维尔京群岛的工人(1951 年 1 月 1 日生效)
	由雇主选择	不属于州和地方政府退休制度的州和地方政府雇员。如集团在通知时已享有 5 年的保险，则允许在通知后 2 年终止。
	有雇员和雇主共同选择	非营利性组织的雇员(不包括神职人员)(由雇主选择，每位现任雇员可以选择保险范围;新员工也有保险)。非营利组织允许在发出通知 2 年后终止保险，如果该组织在发出通知时已经有 8 年的保险。
1951	...	服务少于 10 年的铁路工人，享受所有福利。
1954	...	农场个体。除律师、牙医、医生和其他医疗团体成员外的职业个体经营者(纳税年度至 1954 年以后)。增加定期雇佣的农场和家庭工人
	由雇主选择	在美国境外受雇于美国雇主的外国子公司的美国公民。
	由雇主和雇员共同选择	州或地方政府退休制度下的州和地方政府雇员(消防人员和警察除外)(由州选择提供保险;必须有大多数符合条件的员工投赞成票)。
	由个人选择	非贫困的神职人员和宗教团体的成员。
1956	...	服现役或接受训练的现役军人。除医生外的职业自雇者(纳税年度至 1955 年以后)。实质上参与农场经营的农场主。
	由雇主和雇员共同选择	指定州的消防人员和警察。在指定州的州或地方政府退休系统下的州和地方政府雇员可以分为两种系统，一种排除不希望获得保险的雇员(新雇员)。
1967	有雇员和雇主共同选择	在州和地方政府退休系统下的消防人员(在大多数赞成的投票下)，并且只有在州州长认证社会保障的情况下。
1972	由雇主选择	发誓要贫穷的宗教团体成员。追溯期限为 5 年，但不得早于 1968 年 1 月 1 日。
1977	由个人选择	申请豁免保险的神职人员和宗教团体成员，如果在 1977 年 12 月 20 日之后的第一个纳税年度的个人联邦所得税申报表截止日期之前申请豁免，可以撤销豁免。
	由雇主选择或由雇主和雇员选择	各州禁止终止雇员的保险(1983 年 4 月 20 日之后)，并允许恢复终止团体的保险。
1984	...	重新雇用的联邦雇员以前的服务也覆盖
1986	由员工选择	在 1987 年 7 月 1 日至 1987 年 12 月 31 日期间，公务员退休制度下的雇员可以选择转入联邦雇员退休制度。
1997	由雇主选择	在 1998 年 7 月 1 日至 1998 年 12 月 31 日期间，公务员退休制度涵盖的雇员可以选择转换为联邦雇员退休制度。
1998	...	各州可以修改 1999 年 1 月 1 日至 1999 年 3 月 31 日之间签订的社会保障协议，将公立学校、学院或大学雇佣的学生提供的服务排除在覆盖范围之外，这些服务对 2000 年 6 月 30 日以后提供的服务有效。
1999	由个人选择	申请豁免保险的神职人员和宗教团体成员，如果在个人自 1999 年 12 月 31 日起的第二个纳税年度的联邦所得税申报表截止日期之前申请豁免，可以撤销豁免。

资料来源：ssa.gov，信达证券研发中心

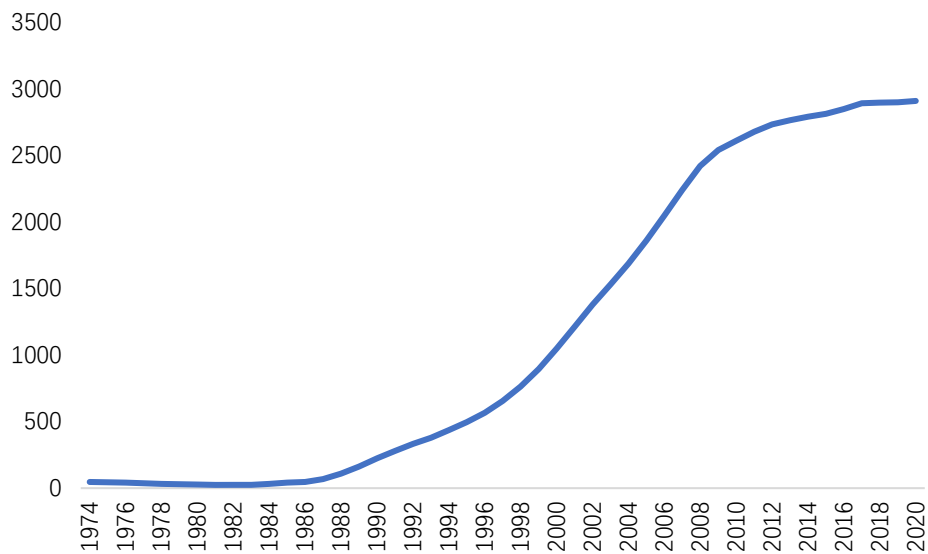
（2）2020 年资产储备 2.91 万亿美元，较上一年增长较小

资产储备规模不断扩大，截至 2020 年已经升至 2.91 万亿美元。但近年来，美国养老基金收入与支出几乎相抵，美国第一支柱养老金储备基本无明显增加。美国信托基金理事会预计 2034 年将出

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 11

现入不敷出的情况，每年新增加的工资税将不足以支付应发放的养老金。

图 10: OASID 资产储备 (单位: 10 亿美元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2020 年 OASDI 总收入为 1.12 万亿美元，总消费 1.11 万亿美元，年末得到的资产储备净增长仅有 0.11 万亿。

表 4: 2020 年 OASDI 收入、消费、储蓄情况统计

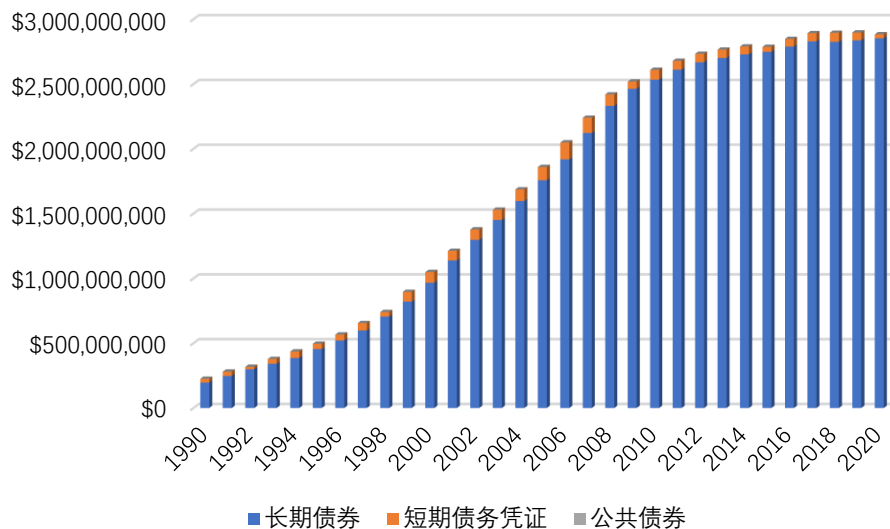
2020 年				
(百万)				
类型		OASI	DI	总共
收入	工资税的贡献	\$855,979	\$145,293	\$1,001,272
	税收收益的收入	39,032	1,704	40,736
	利息	73,334	2,750	76,085
	其他收入	3		3
	总收入	968,348	149,748	1,118,096
消费	保费支付	952,362	143,561	1,095,924
	行政管理花销	3,748	2,555	6,303
	转到铁路退休的金额	4,844	144	4,988
	总消费	960,954	146,260	1,107,214
资产储备	年初资产储备	2,804,322	93,083	2,897,405
	资产储备净增长	7,394	3,488	10,881
	年末资产储备	2,811,716	96,570	2,908,286
净现金流		-65,940	737	-65,203
信托基金比例——年初资产储备占总消费的百分比		292	64	262

资料来源: ssa.gov, 信达证券研发中心

(3) 主要投资于长期债券

OASID 的投资总额近年来增长趋缓。为控制风险，OASID 的资金主要投资于一些风险较小，收益较为稳定的长期债券，一般为特殊国债。

图 11：OASID 资产配置（单位：千美元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：公共债券指个人、公司、州或地方政府、联邦储备银行、外国政府和美国政府以外的其他实体持有的所有联邦债务，不包括州和地方政府债务

2.2 第二支柱：雇主发起式养老金计划——企业层面提供养老金，是对社保的补充

(1) DB 计划——确定收益计划，风险由雇主承担，第二支柱早期的主要组成

第二支柱是雇主发起式养老计划，是美国雇主为员工提供的一种最普遍的退休福利计划，也是美国养老体系中占比最大的一部分，包括缴费确定计划(DC 计划)和收入关联计划(DB 计划)。

DB 计划：按照受益人退休或离开企业时在企业工作时间的长短计算应得的养老金利益。这种计划一般有最低年数限制，通常要求员工缴纳一定数额的分摊款项(通常是工资的一定百分比)，雇主支付另外所需部分。通常，养老金计划发起人或管理人向计划参与者做出承诺，保证其养老金收益按事先的约定发放。也就是说，养老金计划参与者在退休后每月领取的养老金数量是事先确定好的，领取养老金的具体金额由员工的工龄和职位等相关。如公司管理投资的基金无法到达之前约定好的养老金金额，需要公司自行补齐。

表 5：DB 计划的细分分类（规模单位：10 亿美元）

	私营 DB 计划	州和地方政府 DB 计划	联邦政府 DB 计划
发起人	私营公司	州和地方政府	联邦政府
受益人	私营公司雇员	州和地方政府雇员	联邦政府雇员
规模	3398	5139	2006

资料来源：信达证券研发中心整理

日期截至：2021 年 3 月



DB 计划案例：CalPERS：美国规模最大的公共养老基金——加州公务员退休基金

I. 发展历史久，系统建立较为完善

加州公务员退休基金是美国最大规模的公务员退休系统，管理加州的政府雇员、公立学校员工与联邦政府在当地雇员的退休基金，是美国州级养老金制度的典范，具有很强的参考借鉴价值。

加州公务员退休基金是根据美国加利福尼亚州法律于 1932 年建立的，目的是为州政府雇员积累和提供退休养老金，它是一个以职业（州、市、县政府雇员以及学校的非教师雇员）为加入特征的年金计划，是区别于社会保障的、属于第二支柱的养老计划。60 年代以后，该基金也为成员提供健康医疗金。该基金的受益人总数达 165 万，覆盖了加州的在职和退休公务员。作为美国第一大公务员退休基金，加州公务员退休基金在以合理配置资金、降低投资组合综合风险方面发挥着先锋作用。

II. CalPERS 由基本计划和补充计划两种计划共同组成。基本计划主要为 DB 型的保险项目。其中包括公共雇员退休制度、面向法官的退休制度、立法者退休制度。除基本养老计划外，还提供三种 DC 型补充计划，包括 457 计划、治安官和消防员的缴费确定型计划。

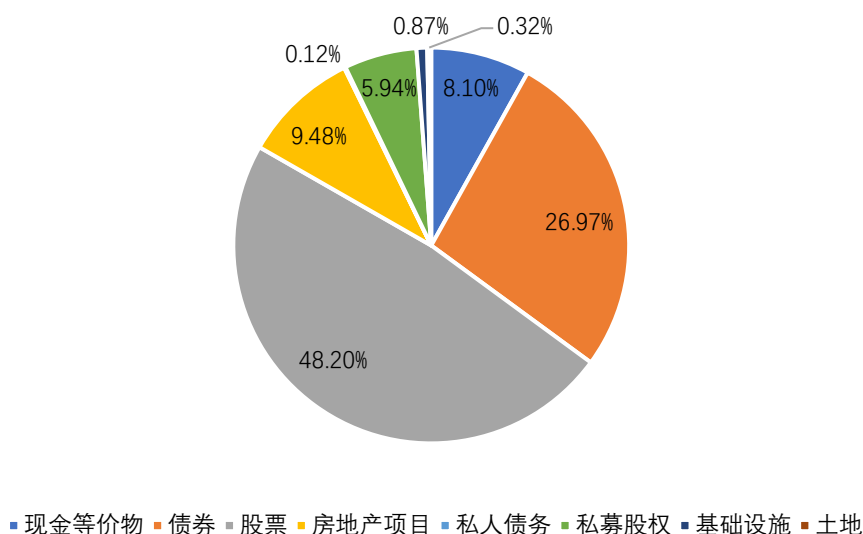
III. CalPERS 资金主要来源于雇员缴费、雇主缴费和投资收益。雇员按照法律规定的固定费率缴费（由工作时间、选择的计划种类和参与时间相关，雇主按照每年 CalPERS 精算评估的费率进行缴费）。

IV. 有三种退休待遇可供选择。正常退休、残疾退休、工伤退休，退休年龄分别为 60 岁，53 岁，49 岁。

V. 1992 年，62 号提案将基金控制权交由 BOA 管理，BOA 一贯坚持多元分散、长期性的投资原则。基金主要配置上市股票。

从加州公务员基金的配置来看，基金倾向于配置股票，股票部分占比高达 48.2%，债券占比也超过 1/4。

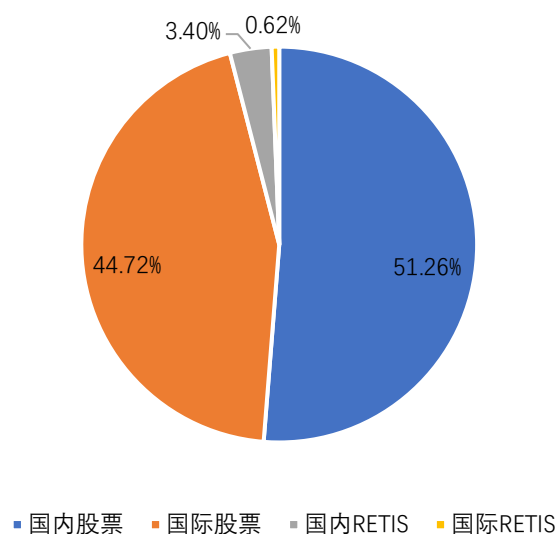
图 12：公务员退休基金资产配置情况



资料来源：calpers.ca.gov, 信达证券研发中心

日期截止至 2020 年 6 月

图 13：公务员退休基金股票部分配置情况



资料来源：calpers.ca.gov, 信达证券研发中心

日期截止至 2020 年 6 月

公务员退休基金主要投资的上市股票从短期和长期来看均取得了较优的回报。五年期总回报（时间加权回报率）达 13%，一年期总回报（时间加权回报率）高达 50.50%。

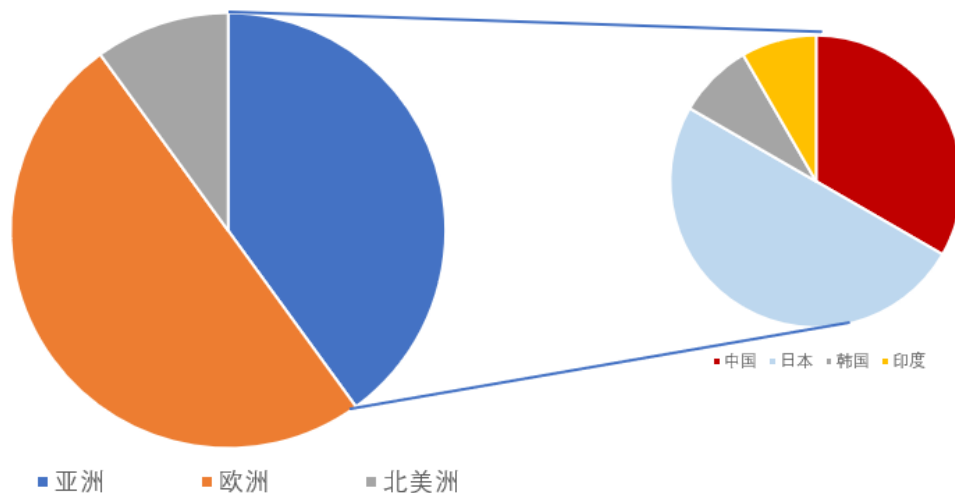
表 6：CaPLERs 表现汇总

表现汇总	资产价值 (十亿)	10 年期 年化回报	5 年期 年化回报	3 年期 年化回报	1 年期 年化回报	到目前为止 财政年回报率
上市股票	233.8	9.40%	13.00%	11.10%	50.50%	27.60%
私人股本	34.2	11.60%	12.20%	11.40%	17.70%	31.10%
收入	131.6	5.00%	4.40%	5.60%	0.60%	-3.70%
实物资产	45.6	8.20%	5.30%	3.60%	-0.50%	1.10%
基金总计	12.2					
投机	1.2					5.50%
低流动性增强回报	10.8		3.20%	2.90%	7.60%	3.60%
其他	0.2					
融资与流动性	-7.3					
信托级别融资	-17.9					
流动性	10.6	1.20%	1.40%	1.60%	0.20%	0.10%
PERF 总计	455	8.10%	9.60%	8.90%	25.50%	15.00%

资料来源：calpers.ca.gov, 信达证券研发中心

注：总回报指时间加权回报率

图 14：公务员退休基金股票部分配置情况



资料来源：calpers.ca.gov, 信达证券研发中心

日期截止至 2020 年 6 月

根据 2020 年度报告显示，将 CalPERS 在国际股票配置中配置的股票按照市值排序，市值前 30 大的股票中占比最多的为欧洲（15 只），有 12 只来自亚洲，其中有 4 只来自中国。海外持股中前三十大市场占海外股票总市值的 15.31%。

（2）DC 计划——固定缴费计划，风险由雇员承担，近年来占比不断上升

1) DC 计划：根据员工和企业交纳的分摊款以及养老基金的投资报酬来决定企业员工能够获得的利益。一般来说员工缴纳的分摊款是固定的，通常是员工工资的一定比例，员工享有的受益则根据投资成绩的好坏而定。因此在 DC 计划中，参与者到退休年龄为止一共向养老金计划缴了多少费是确定的，但其退休后每月可领取多少养老金是不确定的，员工承担了投资可能取得不利结果的风险，同时也可能获得投资的高额回报。公司和雇员共同缴费，但资金如何进行投资配置由员工自行决定。

DC 计划中，401（k）计划在其中是规模最大，选择的人最多的计划。

表 7：DC 计划的细分分类（规模单位：10 亿美元）

	401（K）计划	403（B）计划	457 计划	TSP 计划	其他私营 DC 计划
发起人	私营盈利性公司	学校教育系统、非盈利性组织	州、地方政府、其他非盈利性免税机构	联邦政府	除上述发起人外其他的提供私营 DC 计划的主体
收益	私营盈利性公司员工	非盈利性组织雇员	州、地方政府雇员	联邦政府雇员	其他得到 DC 计划收益的员工
规模	6875	1214	391	762	610

资料来源：信达证券研发中心整理

日期截止至 2021 年 3 月

➤ 401（k）计划：DC 计划中的“重头戏”

401（k）计划也是第二支柱雇主支持的退休计划中最普遍被选择的。401(k) 计划是一种延后课税

退休金计划，许多雇主向其雇员提供的具有税收优惠特点的退休金帐户。也就是说，雇员会选择每个月拨款自己薪水的1%~15%左右到该账户，雇主会从中匹配一定的金额到员工的401K账户。

I. 年存入上限：2021年的个人存入上限是\$19,500,每年都会调整。（公司还会相应匹配发放一定金额的养老金。

II. 资质：拥有企业雇主，对收入无限制，未满70.5岁者可参加。

III. 提取年龄：传统401(k)，满59.5岁有资格取出（如果在此之前取缴纳全额税，同时需缴纳10%的罚款）为了保证养老金能有效存住；年满70.5岁后，每年必须取出一部分直到取光，无法再存入。

Roth401(k)中，投入的本金可以随时取出，但投入本金产生的收益则需要在59.5岁之后才可取出；如果提前取出需要缴个人所得税以及个人罚款。

IV. 计划的税收模式。参与传统401(k)计划可获减税优惠，具体体现为“延迟纳税”。法律规定，雇员在401(k)账户的缴费和投资收益均免税，当退休后从账户中领取养老金时才对账户总额缴纳个人所得税。通过减少当年可税收入来鼓励更多的人将工资发到401(k)账户中。甚至有可能减低边际税率。

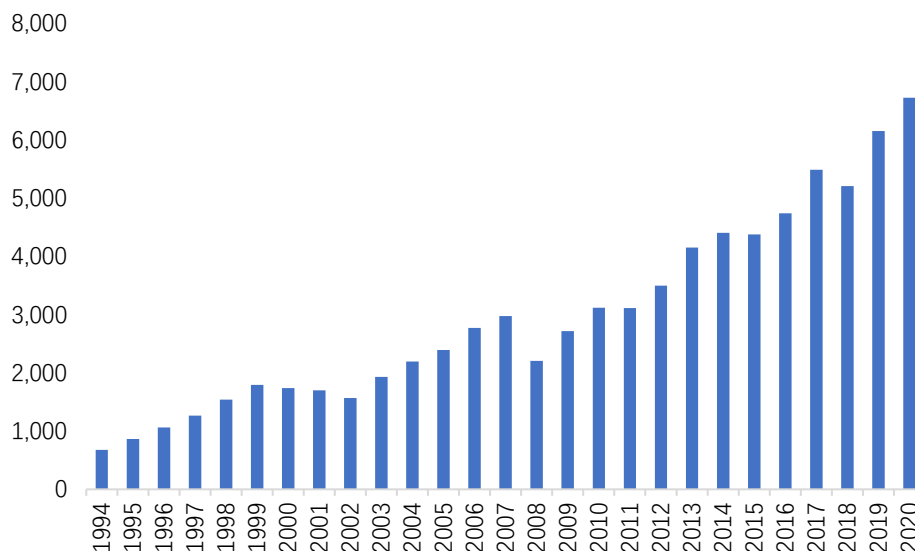
参与Roth401(k)投入账户时需要对投入金额交税，但取出时不用缴纳任何税。

V. 计划的投资模式。提供401(k)计划的雇主，一般会指定一个基金公司管理雇员的401(k)账户，这个基金公司通常会提供各种不同类型的投资组合供员工选择，如股票基金、债券基金、指数基金等，投资标的从保守的货币市场到激进的股票市场。雇员自主决定投资决策，并承担投资风险。

在401(k)计划中，权益类资产占据着主要资产配置。

截止至2021年3月，401(k)计划的规模已经升至6.88万亿美元。

图 15：401(k) 计划规模（10 亿美元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

● 401(k) 计划中偏好选择投资股票基金和目标日期基金

雇主通常会给予计划参与者可供选择的投资方案。2017年，几乎所有大型401(k)计划都提供国内股票型基金、国际股票型基金和国内债券型基金。



表 8：企业在 401(k)计划中偏好提供的投资类型（2017 年）

	投资类型的选择	百分比
股票基金	国内	99.7
	国际	98.5
平衡基金	目标日期基金	82.4
	非目标日期平衡基金	63.7
债券基金	国内	98.1
	国际	20.7
其他选择	货币基金	44.7
	GICs（担保投资合同）	69.5
	其他（包括：商品基金、房地产基金、个股(包括公司股票)和债券）	65.8
备注	指数基金	92.7

资料来源：ICI，信达证券研发中心

（3）比较：DC 计划为雇员提供更灵活的选择，企业承担的风险的压力更小

第二支柱中的 DB 计划中的州和地方政府 DB 计划和 DC 计划中的 401（k）计划规模最大。DB 计划在早期 2000 年时在第二支柱雇主发起的养老计划中占主导地位，尽管当前 DB 计划仍然有着巨大的规模，但随着时间的推移，DC 计划开始逐渐成为大家普遍的选择，401（k）计划的推出使得越来越多的人选择 DC 计划，因此 DC 计划的规模也快速扩张。

2008 年金融危机以前，DB 计划是大部分人的选择，但随着各州养老金资金开始面临资金缺口问题，各州开始实施养老金制度改革，对新增雇员采取混合养老金模式，减少对雇员的确定收益，将部分风险从企业转移到雇员身上。

表 9：DB 计划和 DC 计划的区别

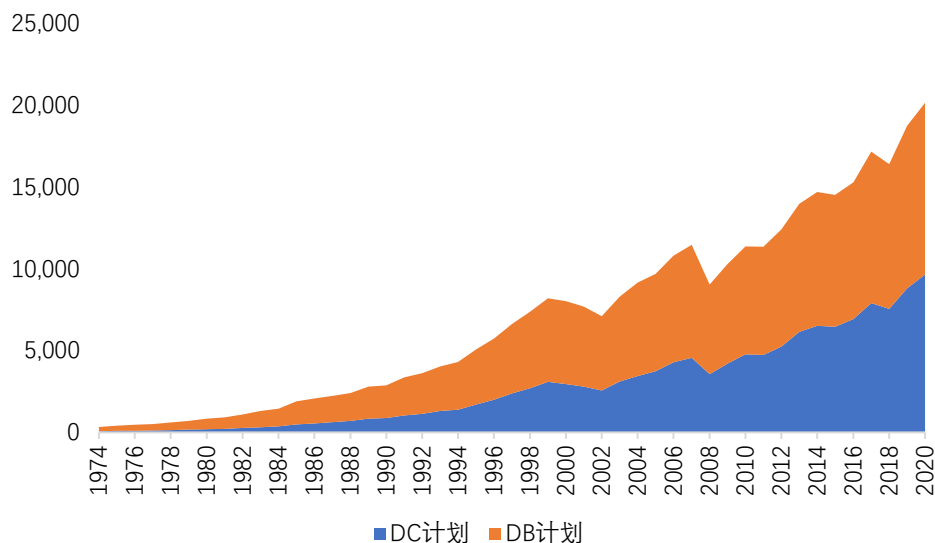
两种计划区别	DB 计划	DC 计划
提供退休金的时间	终生的退休收入	在职业生涯中积累退休储蓄
风险的承担	雇主承担投资风险	个人承担投资风险
投资决策的制定	专业人士制定	自己进行投资
退休金的领取	退休金额领取水平固定	退休金额领取水平不确定

资料来源：信达证券研发中心整理

从长期来看，与人口和产业变化相关的劳动力流动性增加等因素似乎也是导致人们放弃固定收益养老金计划的重要因素。DB 计划无法从一个雇主转移到另一个雇主，而 DC 则可以实现，对于更换雇主的雇员来说，如果选择 DB 计划将面临不小的损失。

同时，DB 计划向 DC 计划的转化也使得金融体系内的投资风向从企业部门转向家庭部门。

图 16: DC、DB 计划的规模 (单位: 10 亿美元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

2.3 第三支柱个人养老账户——个人层面的养老金账户，只要有劳动收入就可投放

第三支柱是个人养老账户，也称个人退休金计划，是一种联邦政府提供税收优惠、个人自愿参与的个人补充养老金计划。IRA 是一个推迟纳税的退休账户，其允许个人每年留出一定的收入税递延的金额，直到从 59 岁半或更晚开始取款。只有那些未在工作中参加养老金计划或参加了但符合特定收入指导原则的个人能够向 IRA 缴纳可抵免税收的供款。其他所有人能够向 IRA 缴纳不可抵免税收的供款。这种不可抵免税收的供款没有资格作为该年收入的扣除额，但收益可以在延迟纳税的基础上累积直到资金被取出。

IRA 账户主要包括传统型 IRA、罗斯 IRA、雇主支持型 IRA，其中传统型 IRA 和罗斯 IRA 的规模远大于其他类型，二者的区别主要在于税收模式不同。

IRA 账户持有者自己对账户资金进行投资管理，不受雇主控制，灵活性格更强。可投资的类型有：共同基金、股票、债券、寿险公司、房地产等。

(1) 传统型 IRA：投资可选择的空间大，抵税功能随收入增加受到限制

传统型 IRA: 是个人退休帐户 (IRA) 中选择人数最多的类型。自由职业者类等没有雇主的从业人员可以选择 IRA 个人退休金计划。任何有收入的个人都可以去符合资质的金融机构开设 IRA 帐户 (无论你是否参加别的退休金计划)。存款的时候不用纳税，但提款时必须缴纳个人所得税。传统 IRA 帐户是非常有必要的，雇员跳槽，被解雇，或退休时，可将自己的 401K 企业退休金转移到个人的 IRA 帐户。

1) 年存入上限: 2020 年, 如果 50 岁以下, 传统 IRA 账户和罗斯 IRA 账户存款总和不得超过 \$6,000; 如果年满 50 岁或以上, 则两个账户存款总和上限为 \$7,000。投入金额不可超过工资性收入。

2) 资质: 有可报税收入, 未满 70.5 岁者可参加。

3) 提取年龄: 满 59.5 岁有资格取出; 年满 70.5 岁后, 每年必须取出一部分直到取光, 且无法再存入。

4) 提前取出的罚金：年满 59.5 岁才可提出，否则会有 10% 的额外罚款。72 岁要强制取钱出来，否则收 50% 的罚款。

5) 投入时可以起到抵税作用，但该作用随收入增加而消失。在公司已经提供 401 (k) 的基础上，如果调整后净收入大于 74000 美元，不可抵税；在 64000 美元和 74000 美元之间可以部分抵税；小于 64000 美元则可以全部抵税。如果没有 401 (k)，则收入可以全部用于抵税。投资的收益不用交税，取出时要交税。

(2) 罗斯 IRA：没有抵税功效，本金可以随时取出，流动性较强

员工将资金存入 Roth IRA 的时候需要缴纳个人所得税，而提款时则不需要。

1) 年存入上限：2020 年，如果 50 岁以下，Traditional IRA 账户和 Roth IRA 账户存款总和不得超过 \$6,000；如果年满 50 岁或以上，则两个账户存款总和上限为 \$7,000。

2) 资质：年收入在 \$139,000 以上（2020 年标准），则不可参加。

3) 提取年龄：无强制提取年龄，年满 59.5 岁后可自由领取。如果账户未满五年，年龄到 59.5 岁需要交税，但不用交罚金。如果账户满五年，年龄到 59.5 岁，取出时不用交税。

4) 提前取出的罚金：并无罚金。

5) 可以作为遗产传给下一代。

6) 可以买任意的投资产品，种类不受限制。

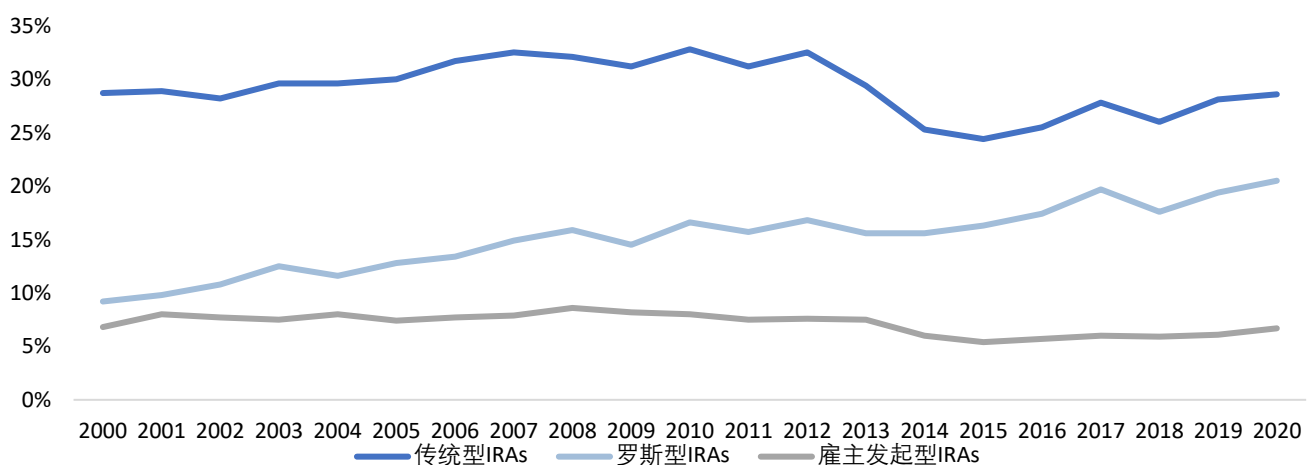
拥有个人退休账户的美国家庭为 37%，其中由 31% 的人同时拥有 IRA 和雇主发起的退休计划。

传统型 IRA 中持有的共同基金与其他 IRA 计划中持有的共同基金相比，处于主要位置，占比远超过其他 IRA 计划。

(3) 传统型 IRA 是大部分家庭的选择

美国家庭在选择 IRA 账户时，大部分家庭会选择传统型 IRA 账户，近年来申请罗斯型 IRA 账户的人也在逐渐增多。

图 17：美国参与三种 IRAs 的家庭数占比



资料来源：ICI，信达证券研发中心

当前美国家庭中有 37% 的家庭拥有个人退休账户。

表 10: 拥有 IRAs 计划的美国家庭所占百分比

	美国家庭的百分比
只有 IRA	6%
IRA 和雇主赞助退休计划	31%
只有雇主赞助退休计划	27%
既没有 IRA，也没有雇主赞助退休计划	36%

资料来源: ICI, 信达证券研发中心

三、美国共同基金对养老金市场的作用

3.1 共同基金是 DC 计划和 IRA 账户的主要投资工具

在 DC 计划和 IRAs 计划中，共同基金都发挥着重要作用。2020 年，DC 计划中的共同基金资产共计 5.67 万亿美元，占总投资的 59%，IRAs 计划中的共同基金共计 5.45 万亿美元，占总投资的 45%。DC 计划中的共同基金资产除 2002 年、2008 年美国遭受金融危机导致退休账户中共同基金的资产减少，其他时间共同基金在 DC 计划的账户中占比逐年上升。

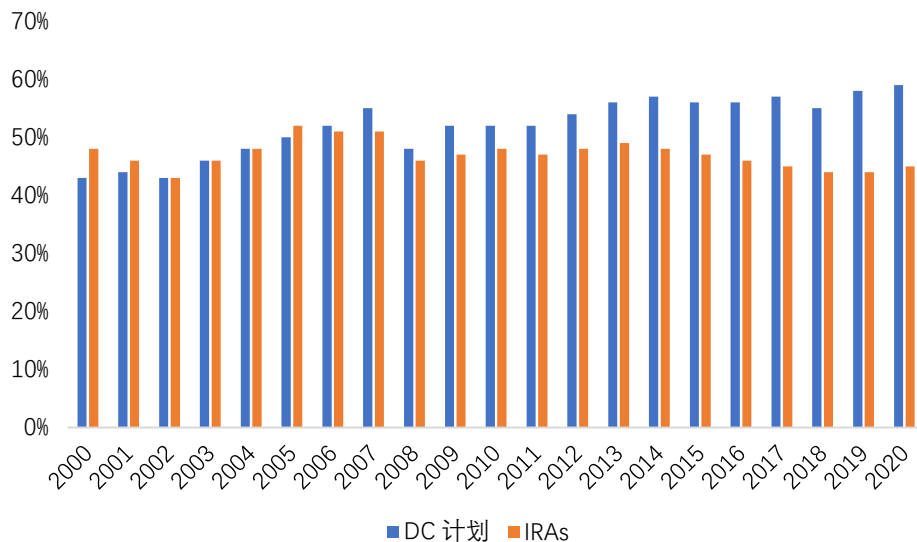
表 11：不同退休计划中共同基金所占金额（单位：10 亿美元）

	退休账户中的共同基金资产	其他投资	总计
DC 计划	5,665 (59%)	3,972	9,637
IRAs	5,454 (45%)	6,756	12,210

资料来源: ICI, 信达证券研发中心

日期截止至 2020 年 12 月 31 日

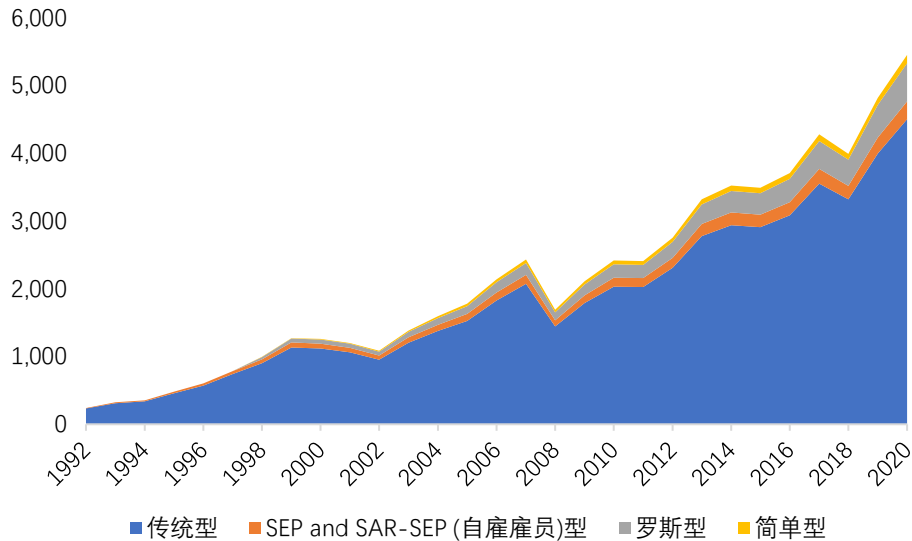
图 18：按退休工具类型划分的退休资产中共同基金的占比



资料来源: ICI, 信达证券研发中心

IRA 账户是共同基金的主要投资对象。其中传统型 IRA 账户中持有的共同基金占比最多。

图 19：共同基金在各类 IRA 计划中的规模（10 亿美元）

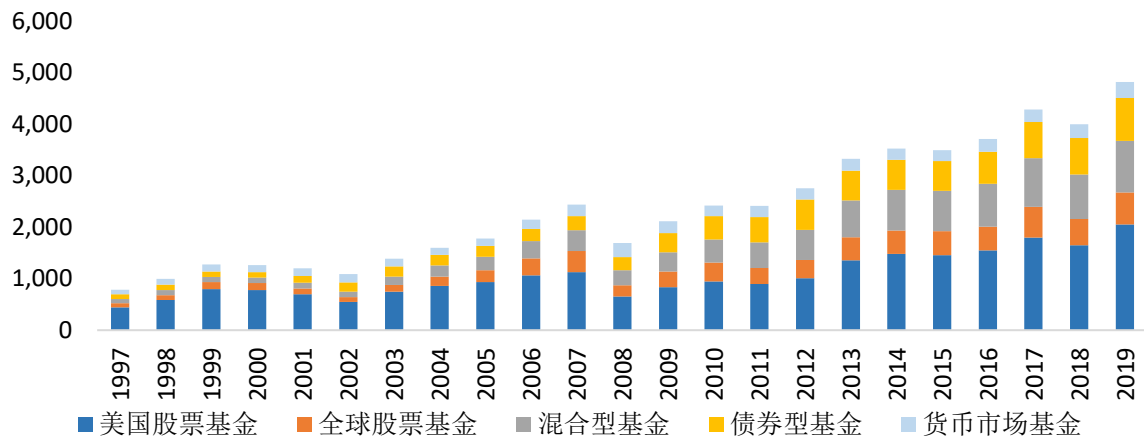


资料来源: ICI, 信达证券研发中心

日期截止至 2021 年 3 月

个人退休账户具备了设立门槛低，税收优惠多样化等优点，近年来越来越收到人们的欢迎。投资于 IRAs 中的基金从 1997 年的不到 1 万亿美元到现在超过 5 万亿美元，规模增速快。IRA 偏好于美国国内的股票基金。

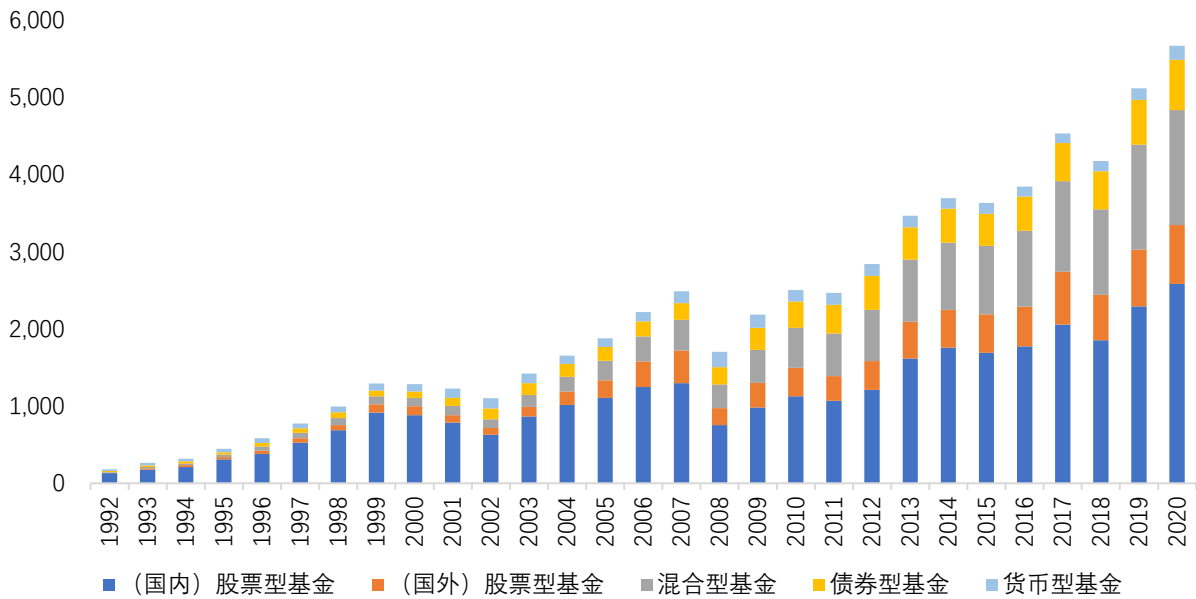
图 20：美国 IRAs 计划中共同基金的配置情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

投资于 IRA 计划的共同基金主要包括美国国内股票基金和混合型基金。

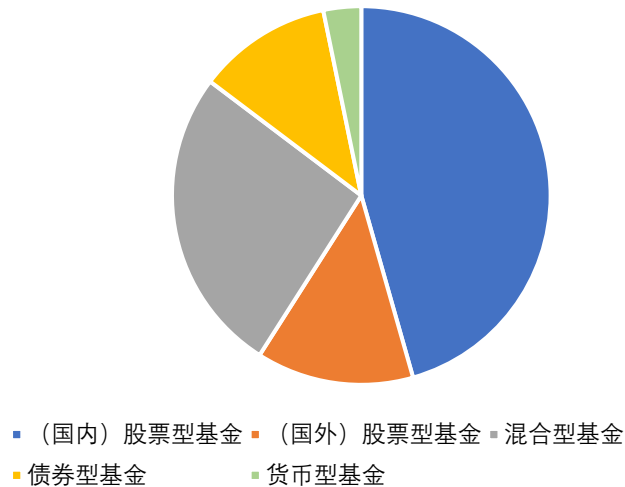
图 21：美国 DC 计划中共同基金的配置情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

投资于 DC 计划中的共同基金主要投资于国内股票型共同基金、和混合型共同基金。

图 22： 2020 年 DC 计划中不同类别共同基金的占比



资料来源: ICI, 信达证券研发中心

3.2 目标日期基金——“一站式”养老投资基金

目标日期基金与养老需求契合，定位于为投资者提供一站式的个人养老投资解决方案,并随着养老市场的发展而发展，2006 年《养老金保护法案》提出**设立合格默认投资选择 (QDIA)**，目标日期基金被纳入，此后目标日期基金进入高速发展阶段。

目标日期基金 (Target Date Fund)，是一类主要为个人养老投资需求设计的基金品种。目标日期基金通常会在产品名称中设立一个“目标日期”（通常代表预计的退休年份），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，增加非权益类资产的配置比例。因此，目标日期基金在成立初期会呈现偏股型基金的特征，即具有较高比例的权益类资产，投资目标偏重于追求投资增值和成长性；随后将随着目标日期的临近，逐步降低权益类资产的配置比例，逐渐转变为一只平衡型的基金，最后转变为债券型基金，投资目标也逐渐从投资增值向偏重当期收益转变，基金的风险在此过程中也逐步降低。

(1) DC 计划中的目标日期共同基金于 2020 年高达 1.06 万亿美元，在 IRAs 中也有 2930 亿美元的资产。

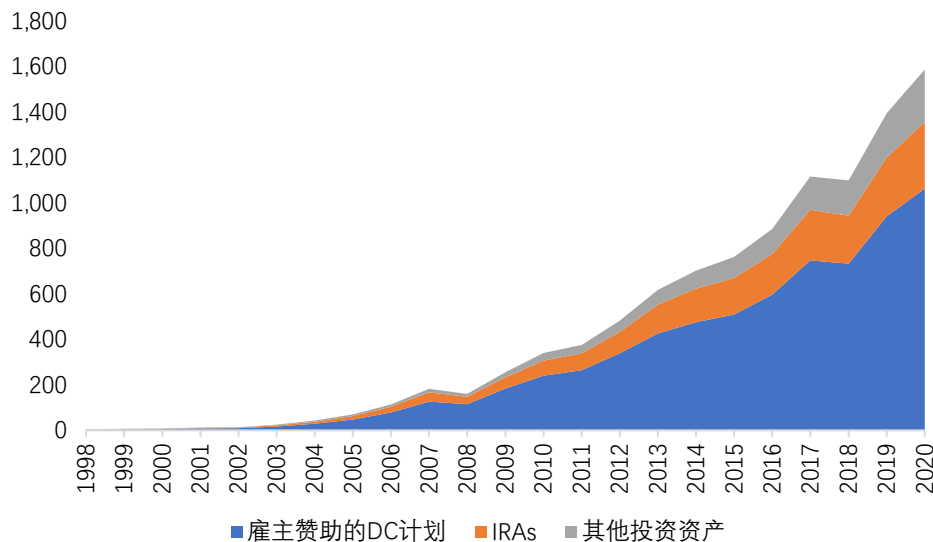
表 12：目标日期共同基金在不同计划中资金金额（单位：10 亿美元）

	其他投资	IRAs	DC plans	总净资产
2005	7	15	48	70
2010	34	66	240	340
2015	93	160	510	763
2016	111	179	596	887
2017	146	222	748	1,116
2018	156	211	733	1,101
2019	194	260	941	1,396
2020	232	293	1,062	1,587

资料来源：Wind，信达证券研发中心

目标日期基金主要用于退休金的投资，其中，由于 DC 计划中的 401 (k) 计划将目标日期基金作为投资默认选项，DC 计划中目标日期基金的规模相较于其他投资资产最大。

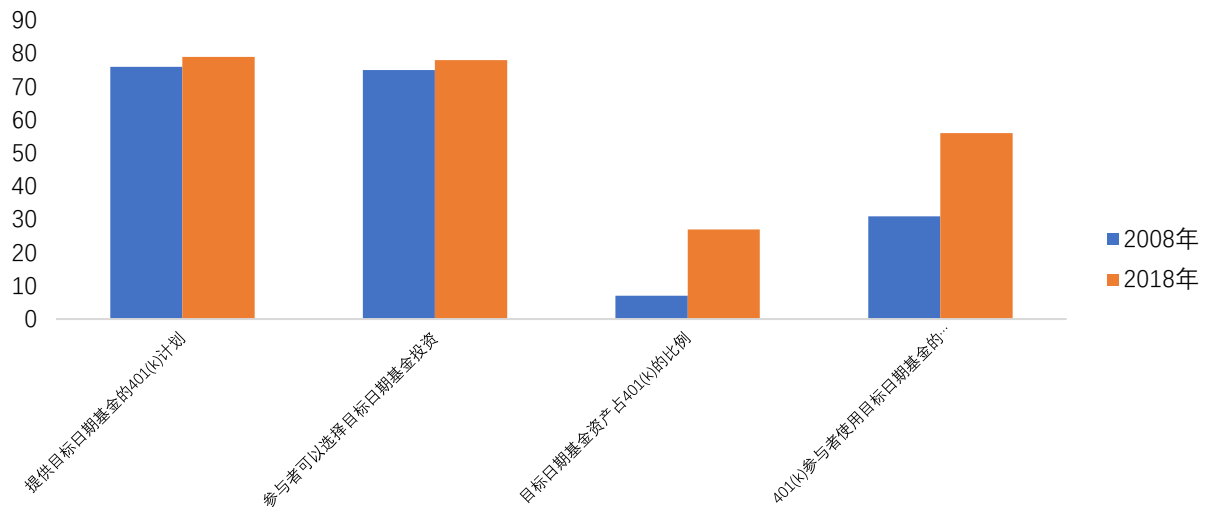
图 23：各类投资资产中目标日期基金所占规模（单位：10 亿美元）



资料来源：ICI，信达证券研发中心

日期截至 2020 年 12 月 31 日

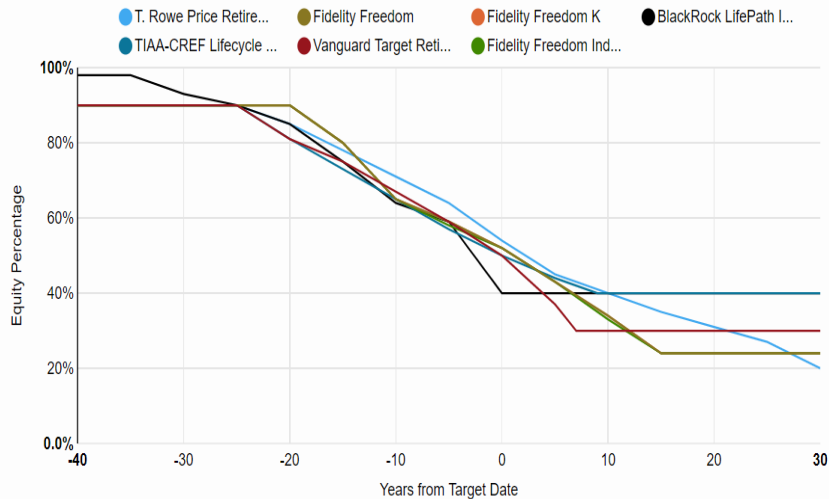
图 24：目标日期基金在 401（k）计划中的占比变化



资料来源：ICI，信达证券研发中心

在 401(k)计划中，目标日期基金的使用在过去十年中有所增加，从 2008 年底占资产的 7%增加到 2018 年底的 27%。参与者使用目标日期基金的比例也有所增加——从 2008 年底 401(k)计划参与者的 31%增加到 2018 年底的 56%。在同一时期，提供目标日期基金的 401(k)计划的份额和提供目标日期基金的 401(k)计划参与者的份额保持稳定。在 2018 年底，79%的 401(k)计划提供目标日期基金，78%的 401(k)计划参与者被提供目标日期基金。

图 25：规模较大的目标日期基金的“下滑轨道”



资料来源：moneycycle.com，信达证券研发中心

图 25 显示的是市场上规模较大的目标日期基金设计的下滑轨道，基本形态走势一致，均随着目标日期的临近，配置的股票所占百分比下降并逐渐趋于稳定的较低水平。

（2）年轻投资者倾向于目标日期基金，老年投资者倾向于非目标日期平衡基金

无论是传统 IRA 还是罗斯 IRA 投资者均倾向于投资股票和股票基金。较年轻的投资者更倾向于目标日期基金；年龄较大的投资者更倾向于非目标日期平衡基金。

表 13: IRA 投资者的不同年龄所选的投资类型 (百分比, 截止至 2016 年底)

	传统 IRA 投资者			罗斯 IRA 投资者	
	在投资者 30 岁时	在投资者 60 岁时		在投资者 30 岁时	在投资者 60 岁时
其他投资	7.1	3.5		1.9	2.3
货币市场基金	9.4	9.3		4.9	7.7
债券和债券基金	5.1	18.8		3.1	9.5
非目标日期平衡基金	7.0	11.4		8.1	12.4
目标日期基金	20.2	6.1		20.3	4.8
股票和股票基金	51.2	50.9		61.9	63.3

资料来源: ICI, 信达证券研发中心

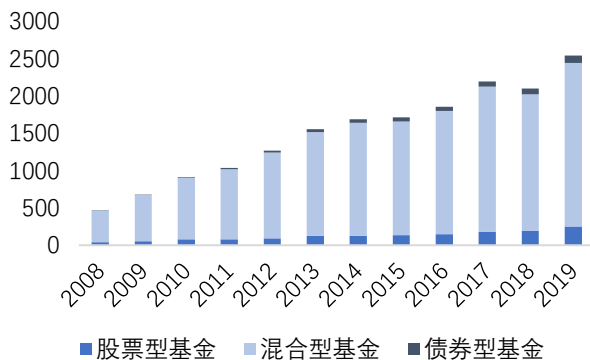
(注: 美国投资公司协会(Investment Company Institute)在其数据中将平衡型基金归类为混合型基金;

其他投资包括存款单和不可辨认资产;

股票型基金包括股票型共同基金、股票封闭式基金和股票型 etf。)

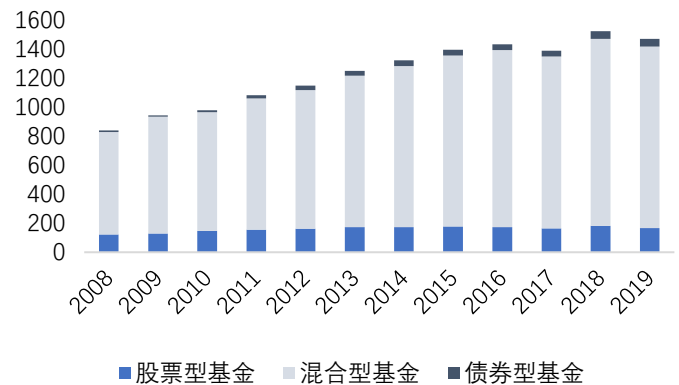
附注：

图 26：美国 FOF 基金净资产分布（单位：十亿美元）



资料来源：ICI，信达证券研发中心

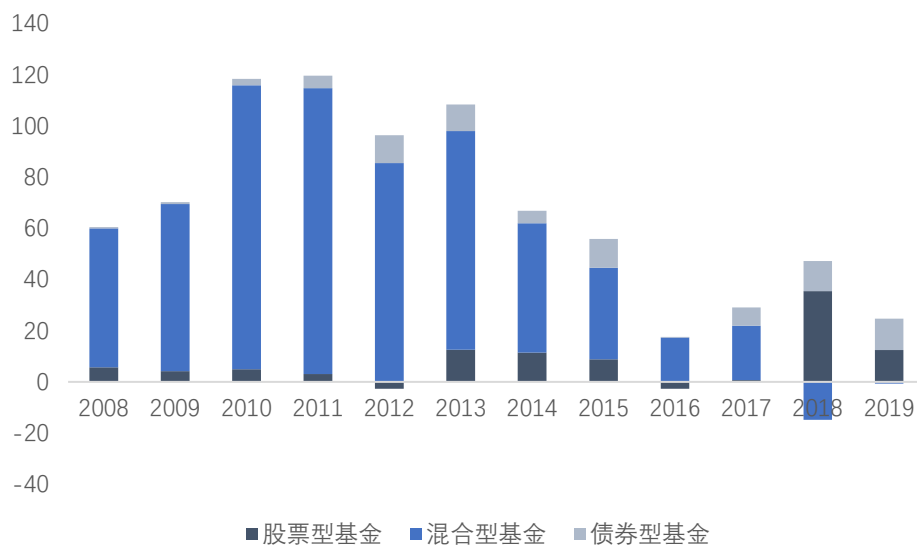
图 27：美国 FOF 基金中各类基金所占数量（单位：只）



资料来源：ICI，信达证券研发中心

美国 FOF 基金的总净资产从 2008 年的 4683 亿上升至 2.54 万亿，其中混合型基金占比最多。但近两年混合型基金增加的数量较之前略有下降。

图 28：美国 FOF 基金新增净流入（单位：10 亿美元）



资料来源：ICI，信达证券研发中心

集体投资信托（CIT）是一种仅机构投资、专门适用于某些类型的免税退休计划。CIT 由银行或信托公司（例如矩阵信托公司）赞助，这些公司作为受托人，负责 CIT 的管理。每个 CIT 的结构允许将不同退休计划账户的资产组合成具有特定投资策略或目标的单一基金，从而利用规模经济的好处。CIT 可以投资于各种主动或被动工具，包括股票、固定收益、共同基金、ETF 和其他 CIT。



表 14: 美国前 5 目标日期产品管理者 (单位: 10 亿美元)

公司	基金名称	共同基金	CIT	TDF 总计	市场份额
Vanguard	Vanguard Target Retirement	589	418	1007	36.70%
Fidelity				365	13.30%
	Fidelity Freedom	212			
	Fidelity Freedom Index	70	23		
	FidelityFreedom Blend	7	33		
	Fidelity Advisor Freedom	20			
T. Rowe Price				318	15.60%
	T.Rowe Price Retirement	171	123		
	T.Rowe Price Target	3	1		
	T.Rowe Price Retirement Hybrid		15		
	T.Rowe Price Retirement Blend		5		
BlackRock				262	9.50%
	BlackRock LifePath Index	50	208		
	BlackRock LifePath Dynamic	1			
	BlackRock LifePath ESGIndex	<1			
	BlackRock LifePath Index Conservative		3		
American Funds				198	7.20%
	American FundsTargetDate Retirement	192	6		

资料来源: 2021 Target-Date Strategy Landscape, Morningstar, 信达证券研发中心

日期截止至: 2020 年 12 月 31 日

注: CIT (collective investment trusts) 集体投资信托

美国前五大目标日期产品管理机构管理着市场中 82.3%的目标日期产品。其中 Vanguard 所占的市场份额最大, 管理的目标日期资产规模占全市场的 36.7%。

表 15: 美国共同基金和 CITs 净流入 TOP5 系列(时间: 截止至 2020 年底)

系列名称	共同基金	CITs	规模总计 (10 亿美元)
BlackRock lifepath index	5.2	16.6	21.8
Fidelity Freedom Index	15.6	4.2	19.8
Vanguard Retirement Target	2.7	16.8	19.5
American Funds Target Date Retirement	13.5	2.5	16.0
JP Morgan SmartRetirement Blend	4.4	9.6	13.9

资料来源: 2021 Target-Date Strategy Landscape, Morningstar, 信达证券研发中心

贝莱德 2020 年寿险指数在其共同基金和 CIT 基金中筹集了近 220 亿美元, 远远超过富达自由指数和先锋目标退休指数。自 2008 年击败自由指数兄弟以来, 先锋每年都赢得冠军。表 15 显示了按进入共同基金和 CIT 的净流入总额排名前五的系列。

风险因素

宏观经济下行；第三支柱政策落地不及预期；养老产业建设进程不及预期；股市波动率上升；金融监管力度抬升超预期。本基金属于股票型基金，预期风险收益水平较高；历史表现不代表未来。



机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。