非银行金融

行业深度分析

养老金融产品如何选择？

投资评级 领先大市-A 维持

投资要点

- **我国养老体系第一支柱独大、第二支柱先天不足，深度老龄化趋势下第三支柱作用凸显。**人口老龄化程度不断加深，2019 年底 65 岁及以上人口占总人口比例已升高至 12.6%，全社会赡养老年人压力与日俱增。第一支柱和第二支柱养老提供的保障水平有限，第一支柱近年来已经出现资金缺口，为保证退休后生活质量，个人第三支柱养老产品投资刻不容缓。

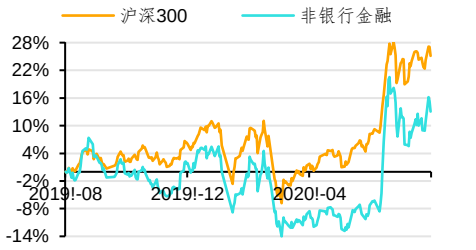
- **保险系养老产品：【养老年金】收益率一般、普遍位于 2%-4%，**但基本无风险。**复利强化作用明显，**而且最切合养老需求。附加功能（如万能账户提高实际收益率、分红功能、健康保障功能等）可满足不同需求。**【个税递延养老险】具备抵税作用。一年最高 1.2 万元抵扣额，**分为 ABC 三类，收益方式各不相同，适合一般收入水平、离退休时间较长的年轻投资者。**【养老保障管理产品】**收益率普遍较养老年金高（2.5%~6%），风险较低；但投资理财属性强，没有保险保障功能和犹豫期；封闭式产品收益率较高；起购点相对较高，适合收入水平较高、风险厌恶型投资者。

- **养老目标基金：【目标日期基金】**明确目标日期，收益较高（但成立日期较短，收益率参考性较低）。随着投资者所处生命周期的变化，动态调整资产配置比例，投资者根据退休年限选择特定目标日期的产品。运作公开透明，有最短持有期限制；FOF 形式运作，分散风险，不承诺保本。**适合资金充裕、有一定风险承受能力、有长期投资能力的投资者。【目标风险基金】**按特定风险投资，匹配个人偏好。目标风险基金的资产组合始终处于事先设定好的风险水平，投资者根据自身偏好选取特定风险的基金进行投资。以偏债及平衡型为主。基金理念简洁易懂，给投资者更大的自由选择空间。**适合具备一定的投资知识与经验，对自身的风险偏好与收益预期有较为清晰认知的投资者。**

- **银行系养老产品：【理财产品】**种类繁多，缺乏明确养老功能，与其他非养老理财产品无本质差异。起购点跨度大，1 元到 1000 万元不等，期限短至 1 个月，长则几十年。收益率水平在 3.5%-4.5%之间，收益稳定，风险较低，适合收入水平较高、风险厌恶型的投资者。**【养老储蓄】**种类较少，可供选择产品较少，储蓄意味浓厚，**【养老信托】**以安愉信托为典型代表，投资门槛高，风险较大，适合资金充足、投资经验丰富、风险承受能力强的投资者。

- **风险提示：**养老金融产品可选择产品繁多，本文例举仅供交流参考。本报告不构成任何具体产品购买指引。购买需结合自身具体情况，按需购买。

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.93	4.11	-12.12
绝对收益	-0.64	24.58	13.04

分析师 崔晓雁
SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

报告联系人 范清林
fanqinglin1@huajinsc.cn
021-20377065

相关报告

保险：7 月寿险保费同比+3.51%，产险保费同比+11.87% 2020-08-18

证券:7 月可比净利润同比+167%、环比+51% 2020-08-07

保险：保险公司偿付能力管理新规（征求意见）快评 2020-07-31

保险：上市险企拳头产品解析——平安福 2020 2020-07-28

保险：关于优化险企权益资产配置快评 2020-07-19

内容目录

一、研究养老金融产品的必要性 4
二、保险系养老产品 7
（一）养老型年金 7
1、多功能型养老年金举例 7
（1）纯养老年金 7
（2）分红型养老年金 8
（3）附万能功能型养老年金 8
（4）可选重疾保障型养老年金 9
2、灵活搭配功能，但勿忘现金流保值本能 10
（二） 个税递延型养老保险产品 12
（三）理财型养老产品 13
三、公募基金养老产品 17
（一）目标日期基金 17
（二）目标风险基金 20
（三）目标日期基金和目标风险基金的对比 22
（四）其他可作为养老投资的公募基金 22
四、银行系养老产品 25
（一）理财产品 25
（二）养老储蓄产品 26
（三）信托计划 27
五、养老产品的选择策略 29
（一）各产品风格特点对比 29
（二）个人投资者决策建议 29
风险提示 30

图表目录

图 1：中美日韩印 65 岁（含）以上人口比例 4
图 2：我国养老三支柱体系 5
图 3：第三支柱存量资产占比微乎其微（万亿元） 5
图 4：国家基础养老保险金每月领取额计算公式 6
图 5：福寿广源半年盈成立以来单位净值变化 14
图 6：开放式养老保障产品各类型产品数量 15
图 7：封闭式养老保障产品各类型产品数量 15
图 8：目标日期 FOF 各分类数量 17
图 9：下滑轨道设计（以华夏养老 2045 三年 A 为例） 18
图 10：目标日期 FOF 各类型产品数量 19
图 11：华夏 006620.OF 与易方达沪深 300ETF 净值涨幅比较 20
图 12：华夏 006620.OF 成立以来回撤情况 20
图 13：目标风险 FOF 最短持有期产品数量 21
图 14：目标风险 FOF 各类型产品数量及占比 21
图 15：万家 007232.OF 与易方达沪深 300ETF 净值涨幅比较 22
图 16：万家 007232.OF 成立以来动态回撤情况 22

图 17：华夏回报 A 过去五年单位净值变化 23
图 18：华夏回报 A 近五年来动态回撤情况 23
图 19：60 后智享财富组合成立以来收益率 24
图 20：2019 年惠添利 11180 号历史回报 26

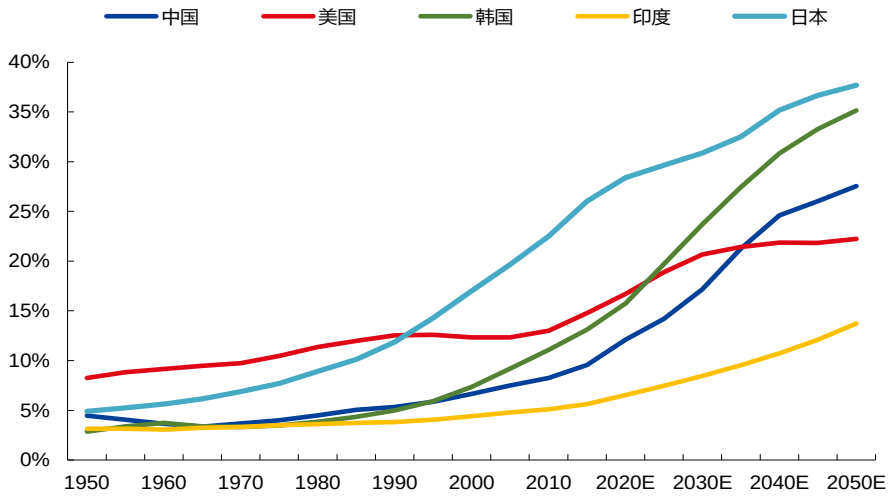
表 1：不同替代率水平对应的退休生活品质 6
表 2：乐享福养老年金计划 8
表 3：国寿鸿寿年金保险（分红型） 8
表 4：中韩人寿悦未来养老年金（可附万能账户） 9
表 5：中荷人寿一生关爱 G 款重疾养老保障计划 10
表 6：AIA 延期年金计划 10
表 7：AIA 延期年金计划收益率水平（45 岁非吸烟男性且每月收取每月年金款项） 11
表 8：四款个税递延养老保险产品区别 12
表 9：太平洋个人税收递延型养老年金保险 A 款（2018） 13
表 10：长江安享天伦 6 号 15
表 11：华夏养老 2045 三年 A 基本条款 19
表 12：万家平衡养老三年(FOF)(007232.OF)基本条款 21
表 13：60 后智享财富组合 23
表 14：2019 年惠添利 11180 号基本条款 25
表 15：安愉分期付息储蓄存款和安愉智能定期储蓄存款基本条款 26
表 16：安愉信托产品条款 28

一、研究养老金融产品的必要性

国家统计局数据显示，随着我国人口老龄化程度不断加深，2019 年末 65 岁及以上人口为 1.76 亿，占比达 12.6%。根据中国人民健康保险股份有限公司、中国社会科学院人口与劳动经济研究所、社会科学文献出版社联合发布的《大健康产业蓝皮书：中国大健康产业发展报告（2018）》，预计到 2050 年我国 65 岁以上人口将到 4.83 亿，占比 28.1%。

随之而来的年轻人的赡养压力也逐渐增加，老年抚养比由 2010 年的 11.9%上升至 2019 年的 17.8%，这意味着 2010 年仍然有 8.40 个年轻人来赡养一位老人，而到 2019 年下降至 5.62 年轻人赡养一位老人。《中国养老金精算报告 2019-2050》报告预测，2050 年我国城镇赡养比或将接近 1：1，社会整体的养老压力不断增大。

图 1：中美日韩印 65 岁（含）以上人口比例



资料来源：Populationpyramid，华金证券研究所

目前我国建立的养老体系主要有三大支柱：第一支柱——国家基本养老保险，第二支柱——企业（职业）年金，第三支柱——个人商业养老。人社部数据显示：截至 2018 年末，我国【第一支柱】基本养老保险金结存金额约 5.81 万亿元，全国社保基金 2.24 万亿元；【第二支柱】企业/职业年金约 1.48/0.49 万亿元，【第三支柱】个人商业养老累计保费收入 0.45 万亿元[1]。“三支柱”呈现出“一支独大”的局面，第一支柱占比 77%、第二支柱占比 19%、第三支柱占比 4%。

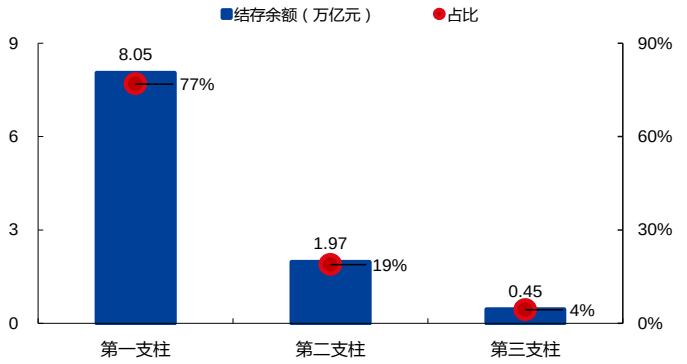
[1] 从 2018 年个税递延型养老保险试点开始的统计口径，而实际上诸多年金保险因时间规划仍然具备养老功能

图 2：我国养老三支柱体系



资料来源：华金证券研究所

图 3：第三支柱存量资产占比微乎其微（万亿元）



资料来源：人社部，《2020 全球财富管理论坛首季峰会》，华金证券研究所

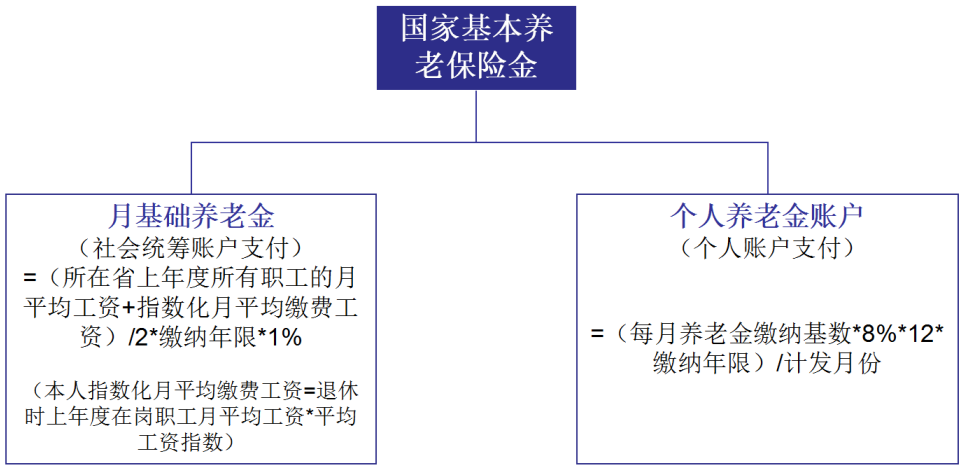
然而从当前国情来看，单纯依靠第一和第二支柱解决养老问题是不太现实的：

1）**第一支柱提供的保障能力十分有限。**以城镇企业职工养老保险为例，养老金的领取分为两个部分：**第一部分来源于基础养老金**，受所在省月平均工资、个人指数化平均缴费工资以及缴费年限共同影响。个人指数化平均缴费工资等于退休时上年度所在省在岗职工月平均工资*平均工资指数，其中平均工资指数下限为 0.6，上限为 3。**第二部分来源于个人养老金账户**，由个人账户储蓄额所决定。社科院世界社保研究中心发布的《中国养老金精算报告 2019-2050》显示，截至 2018 年底我国基本养老金替代率为 49.99%。今年 1 月份，原财政部长楼继伟在 2020 全球财富管理论坛首季峰会上也表示，我国基本养老保险替代率全国平均已不足 50%，趋势可能还会下降。

2）**第一支柱承压过大。**我国政府养老资金池随着深度老龄化、低生育率等问题，面临着收入放缓、支出加快的挑战。部分地区甚至已经出现了养老金耗尽的情形。截至 2016 年底黑龙江政府养老保险池累计结余已经“穿底”，并“负债”232 亿元。第一支柱显得愈发疲弱，持续保障能力堪忧。根据社科院 2019 年发布《中国养老金精算报告 2019-2050》估算，**全国城镇企业职工基本养老保险基金累计结余将于 2035 年耗尽**。可见在不进行改革的情况下，第一支柱养老长期而言存在风险。

3）**企业年金养老提供的保障较低，且普及率不高。**人社部最新公布数据显示，截至 2019 年底，全国建立企业年金计划企业 95963 家，参加职工数 2547.94 万人，全国企业年金积累基金总规模 17985.33 亿元。显然第二支柱养老普及率并不高，大部分企业职工仅仅依靠第一支柱养老。在企业年金中，企业和个人缴纳的比例分别不超过上年度工资总额的十二分之一和六分之一，一般来说企业和个人的缴纳比例为 8%和 4%，企业直接从工资中代为扣除个人缴纳部分。待退休时，依据其职业年金积累情况和相关约定按月领取职业年金。

图 4：国家基础养老保险金每月领取额计算公式



资料来源：华金证券研究所

假设所在省月平均工资 6700 元，平均工资指数为 0.6，月平均缴费工资为 4020 元，则指数化月平均缴纳工资为 2412 元，缴纳 15 年，则退休后每月能领取的养老金为 683.4 元（替代率 17%），缴纳 30 年为 1366.8 元（替代率 34%）。若平均工资指数为 3，月平均缴费工资为 20100 元，缴纳 15 年则退休后每月 5025 元（替代率 25%），缴纳 30 年为 10050 元（替代率 50%）

企业年金部分，本人缴费工资 4%，公司缴纳 8%计算，缴纳 30 年，则假设退休后剩余 25 年寿命，则退休后每月年金约为原缴费工资额的 14.4%。

加总来看，第一支柱和第二支柱所能提供的总替代率约为 63%，而大部分员工仅能获得第一支柱提供的 49.99%的养老保障水平，虽能保证温饱和基本开销，但难以抵御预期之外的大额开销风险。

依照世界劳工组织 1994 年发布的《社会保障最低标准公约》，55%是养老金代替率的警戒线，若养老金代替率低于这个数据，退休者的生活水平将严重下降。重视个人养老的投资，有助于提升我们退休后的生活水准，起码不会出现大幅的滑坡。

表 1：不同替代率水平对应的退休生活品质

养老金替代率	退休后生活质量
≥70%	维持退休前生活水平
60-70%	维持较好的生活水平
45%-50%	生活水平较退休前大幅下降
＜45%	不能保障基本养老生活

资料来源：华金证券研究所

近几年，我国养老型金融产品，无论在种类、还是规模上都有着明显提升。从发行方来看，目前我国可供个人选择的养老金融产品大致分为保险系、基金系和银行系产品，下面我们分类进行详细分析。

二、保险系养老产品

（一）养老型年金

1、多功能型养老年金举例

养老产品的首要设计初衷应当是充当退休后的“工资”职能，即在退休时也能享受和工作时一样的现金流收入。本质上养老产品是现金流的合理规划，平滑人生不同阶段的收入情况。显然，保险公司的年金险天然与个人养老计划相契合。

年金险以被保人生存为条件，在约定的时间按照年/半年/月给付保险金，保费的缴纳可以是一次性的，也可以是分期进行缴纳的。从功能上来看，年金险不仅可以承担养老责任，还包括子女教育、婚育及创业等都可以提前用年金险来锁定现金流。从这个角度来看，年金险皆可养老，本文主要探讨的是保险金的初次领取不早于 50 周岁的年金险[2]。

2019 年银保监会下发《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》，存量预定利率 4.025%的年金险成为市场上的香饽饽，且随着老产品的陆续下架，市面上一度出现炒停售热潮。2020 年以来，高预定利率的年金险产品陆续停售，新发产品多设定在 3.5%。3.5%乃至 4.025%的预定利率看似不高，但年金险的魔力不仅在于强制储蓄，更在于复利计算。我们举个简单的例子，2010-2019 年十年间，万得全 A 共上涨了 47%，CAGR 为 3.92%。而实际上跑赢指数的投资者微乎其微，这也就是说能达到复利 3.92%的股市投资者也微乎其微。

纯养老年金[3]一般设置为年老退休以后固定的保险金领取，与其他保险功能相结合，催生出更多附加功能的养老保险产品，比如附加分红功能、健康保障功能、万能账户等，大额保单对应的养老社区入住功能不在我们讨论之列。从缴费方式来看，保费的缴纳分趸交和期缴，期缴一般分 3/5/10/20 年期；保险金的领取如果是分期形式，一般为退休后（55 周岁后）以月/年养老金形式领取。

（1）纯养老年金

纯养老年金，是年金险形式在领取年龄上和方式上特地针对退休人士设定的。保费的缴纳我们在前文已经论述过，而保险金领取的细则主要包含：1）规定至少领取 xx 年（一般为 20 年），在约定年龄开始领取后，领取期数上不封顶；若在规定领取年度内身故，则剩余年度应领取金额依然归属保单受益人或其法定继承人。2）无规定至少领取期数，若不幸身故，则返还已交保费或者合同现金价值的较大者。其中，领取可按月份计，一般来说月领取额为年领取额的固定百分比（比如 8.5%）。除此之外，考虑到通胀因素等，年金领取还可选择增额型，年金的领取表现为前低后高。

[2] 这里我们将快返型年金险剔除在外
[3] 即纯粹的约定的期限内保费缴纳和保险金领取，不附加重疾等额外功能

以**中华人寿福瑞一生**养老年金保险为例，投保人/被保人/受益人均为同一人，假设为 30 岁男性，保额为 10 万，60 岁开始领取，缴费方式为 30-34 岁每年缴 11.919 万元，则保证 20 年领取的 IRR 为 3.33%（时年 79 岁），若领取到 90 岁，IRR 可达 4.06%。一般来看，预定利率 4.025%的产品，其 IRR 随着年龄的增长无疑，至 90 岁以上大概率超过 4.025%；按照人均寿命计，则一般不到 3.5%，年金功能更明显是储蓄+复利，保值效用比较明显。

表 2：乐享福养老年金计划

产品名称	福瑞一生
保险类型	年金险
保险公司	中华人寿
缴费方式	趸交、3 年、5 年、10 年。
领取方式	满 60 周岁（或 65 周岁），保证领取 20 年，上不封顶
保证至终身	若在给付期（保证 20 年）身故，则剩余权益归受益人所有；若超过给付期身故，则合同结束
身故保险金	已交保费和现金价值的较大者

资料来源：WIND，华金证券研究所

（2）分红型养老年金

分红型养老年金在纯养老年金的基础上加入分红功能，分红（浮动收益）与保险公司的投资收益率挂钩。从消费者购买角度，本应选择投资能力更强的险企，但投资收益率与风险挂钩，我们其实不是特别建议购买收益率略高但波动大的险企产品，浮动收益相对养老需求存在较大不确定性风险。

以中国人寿的国寿福禄满堂养老年金保险（分红型）为例。投保人/被保人/受益人均为同一人，假设为 30 岁男性，年交保费 1 万元，分 10 年交，60 岁开始领取，每年 7403 元，同时包含身故保障赔付，测得 80 岁时的确定性 IRR 约为 2.15%。考虑到浮动收益（分红）波动性较大，我们以中档分红演示收益为例，且不领取放置保险公司进行累计生息，则 80 岁实际 IRR 为 3.37%。我们在此处建议更多关注主体的确定性收益，比较保险的做法是查看历史的分红水平，然后以低/中档分红水平来测算实际 IRR。

表 3：国寿福禄满堂养老年金保险（分红型）

产品名称	国寿福禄满堂养老年金保险（分红型）
保险类别	分红险 年金险
保险公司	中国人寿
投保/领取年龄	出生满 28 日-60 周岁/男性分 60、65 周岁领取，女性为 55、60 和 65 周岁三种
保险期间	终身
缴费方式	趸缴/期缴
期缴期限	5 年/10 年/20 年
保单红利	每年根据上一会计年度分红险业务的实际经营状况确定红利分配方案；可以根据个人情况选择现金领取或者累积生息。
身故保险金	若在养老金开始领取的 25 个保单周年日内身故，按账户现金价值给付保险金，合同终止；若超出 25 个保单年度，则不承担身故赔付责任，合同终止。

资料来源：中国人寿官网，华金证券研究所

（3）附万能功能型养老年金

附加万能功能的养老年金保险更多是蹭了“养老”概念，即在年金的领取上附加年龄限制。年金+万能账户的形式也是险企近几年大力推行的，我们在这里提示，**附加万能账户的核心关注点不是官网披露的万能账户结算利率，还有其承诺的保证利率。**年金+万能账户的模式简要说，即是将投保人（假设投保人/被保人/受益人均为同一人）年金账户的钱转移至万能账户进行二次增值，万能账户目前的保证收益率在1.75-2.5%之间。

我们选取市面上一款年金账户收益尚可，且附加万能账户保证收益率也优于行业的养老年金——中韩人寿悦未来养老年金，其预定利率为4.025%。假设投保人/被保人/受益人均为同一人，为30岁男性，被保人身故权益归属法定继承人。假设其分10年缴费，每年缴纳10万元，从60周岁开始领取养老年金，至100周岁的保单周年日，每年领取年金11.07万元。按照生存总利益[4]计算，则至60周岁IRR为3.32%，至80岁下滑至3%。值得注意的是，可附加万能账户是该年金险的特色，悦未来可附加的万能账户有两个，一个是盈家年金（保证利率2.5%）、另一个是金聚来（保证利率3%），7月披露的结算利率显示两款账户分别为4.5%和5.5%，优于行业水平。

表4：中韩人寿悦未来养老年金（可附万能账户）

产品名称	中韩人寿悦未来养老年金
保险公司	中韩人寿
投保年龄	出生满28日至60周岁
保险期间	至100周岁
领取方式	3/5/10年期交
最低保证利率	60/65周岁起年领
身故给付	所缴纳保费扣除领取年金后余额与账户现金价值的较大者
可选万能账户	盈家年金（保证利率2.5%）、金聚来（3%）

资料来源：华夏人寿官网，华金证券研究所

（4）可选重疾保障型养老年金

将纯养老年金与健康险结合，就成了附加健康保障功能的养老年金。一般为重疾保障，保险期间可报销投保人部分符合条件的医疗费用。以中荷人寿一生关爱G款养老保障计划为例，该产品以重疾险作为主险，养老年金险作为附加险，两个险种在理赔和养老金发放上独立运作，功能上互为补充，但附加险的投保建立在重疾险投保的基础上。假设投保人/被保人/受益人为30岁男性，基本保额50万，缴费期30年，年交保费1.889万元（重疾保费1.031万元，养老保费0.858万元）。65岁开始领取养老金12.5万元，66-87岁每年领取1.5万元，生存至88岁可一次性领取50万元，测算养老金部分的IRR为3.68%。此处需要注意的是被保人存活至88周岁，若在88周岁前不幸离世，则给付已交保费扣除应领取的祝寿金及生存金，和附加合同现金价值的较大者，如考虑到给付期内身故，则实际IRR不足3%。

此外产品的一大特色功能为重疾保障，50万/次（5组最多5次），轻症疾病保障15万/次（5组5次），轻重疾间隔期均为1年。考虑到罹患轻重疾的保费豁免功能，我们认为该款产品具有一定的特色和吸引力。

[4] 已领取养老金+账户现金价值

这类产品在投保时会明确主险和附加险的各自的保费金额，以养老为主要需求的投保人可单独计算养老产品收益率，与传统养老年金险进行比较。如没有明确的重疾保障需求，则养老年金险作为附加险出现的产品并不适合投保人选择。

表 5：中荷人寿一生关爱 G 款重疾养老保障计划

产品名称	中荷人寿一生关爱 G 款重疾养老保障计划
投保年龄	30 天-55 周岁
保险类型	重疾险（主险）、养老年金险（附加险）
保险期间	重疾险至 106 周岁，养老年金险至 88 周岁。
缴费期间	5 年、10 年、15 年、20 年、30 年
养老年金	1、65 周岁，按基本保险金额 25%领取祝寿金 2、66-87 周岁，每年按基本保险金额 3%领取养老金 3、88 周岁，领取等值于基本保险金额的满期保险金
身故给付	18 周岁前，按合同累计已交保费给付身故保险金。 18 周岁（含）后，按合同的基本保额给付身故保险金。
重疾给付	90 种重疾给付。本合同约定的重大疾病分为 A、B、C、D、E5 组。每组重大疾病保险金的给付次数以 1 次为限，给付后该组重大疾病的保险责任终止。本合同重大疾病保险金的累计给付次数以 5 次为限，当累计给付达到 5 次时，本合同效力终止。重疾确诊日间隔为 365 日。 首次重疾赔偿后，身故和轻症责任终止，仅保障另外四组的重疾责任。
保费豁免	首次罹患重大疾病或者轻症，可免交后续所有各期中荷一生关爱 G 款重大疾病保险保费。
增值服务	1、就医绿色通道：客户在二级或者二级以上公立医院确认罹患重大疾病，中荷人寿将提供以下绿通服务：国内专家重疾咨询、国内专家二次诊断、国内住院/手术安排、就医全程专人陪同、康复治疗追踪指导。购买保费达到 3000 元以上即可享受绿通服务 2、国际二次诊疗：客户罹患重大疾病之后，可通过收集客户必要的医疗资料，中荷提供海外二次诊疗服务。由海外专家针对客户提供的医疗资料，并针对病情给出书面《海外诊疗意见书》。购买保费达到 3000 元以上即可享受国际二次诊疗服务 3、国际 SOS 服务：国际 SOS 全球急难救助服务，全球超过 1 万名员工，遍布 70 多个国家，为客户提供专业旅行支持和医疗救援服务

资料来源：中荷人寿保险公司官网，华金证券研究所

2、灵活搭配功能，但勿忘现金流保值本能

上述各类养老年金功能各异，但万变不离其宗，我们选取养老年金的目的是退休以后的养老生活，因此附加的各项功能可能不是我们所追求的主要保障。总的来说，年金险的优势主要是强制储蓄+复利强化：首先，强制的缴费形式可以让我们在年轻收入期做好储蓄，帮助形成正确的理财观念，而且分期缴纳的支付压力相对较小；其次，若有附加健康险，则豁免功能可以帮我们拔高保险杠杆。

香港保险业的发展历史比较悠久，具有较强的借鉴意义。我们将内地商业养老保险与香港商业养老保险进行对比，选取标杆公司友邦保险的养老保险产品（AIA 延期年金计划）进行对比。以下为该产品的具体条款以及收益率水平：

表 6：AIA 延期年金计划

产品名称	AIA 延期年金计划
发行机构	友邦保险
保障期	至年金期完結

产品名称	AIA 延期年金计划
投保年龄	18 岁至 60 岁
缴费方式	5 年保费缴付期，以美元为保单货币，最低年缴保费为 4,800 美元
养老金	于 50 岁、55 岁、 60 岁、65 岁或 70 岁（即年金款项开始年龄）开始收取每月年金款项，或者可选择累积每月年金款项于保单计划中赚取潜在利息收益，于将来提取。
终期红利	当保单生效满 1 年后，在以下情况支付一笔非保证现金（如有），称为「终期红利」： i. 退保时； ii. 年金领取人即受保人在保单期满前不幸身故而身故赔偿以一笔过形式支付（根据身故赔偿计算） iii. 保单期满时。
每月年金	「每月年金款项」包括保证及非保证两部分。于年金期内，当本计划开始派发保证每月年金款项时，保单的保证现金价值将随之下降。而非保证每月年金款项亦将会按月派发至保单内。
身故保险金	若受保人不幸身故，向指定受益人派发身故赔偿。身故赔偿将根据以下情况计算。 若受保人于年金期开始之前身故： •以下列较高者为准 a. 已付基本保费总和的 110%；或 b. 保单的保证现金价值加上任何终期红利。 若受保人于年金期开始时或之后身故，但保单尚未期满： •以下列较高者为准 a. 已付基本保费总和的 110%，减去任何已派发的保证每月年金款项；或 b. 保单的保证现金价值加上任何终期红利； •加上任何累积的每月年金款项及利息。
伤残保险金	可按需要于保单外选择附加契约。如受保人在 60 岁前被诊断为完全及永久残废，将豁免 AIA 延期年金计划将来所需缴付的保费。
抵税效果	AIA 延期年金计划是一份获保险业监管局核准的合资格延期年金保单，可以申请将所缴付之保费从年度应课税收入中扣减。换言之，香港纳税人可申请每位纳税人每年高达 6 万港币的税务扣减。
其他	1、保单期满，获享回报：当保障年期完结时受保人仍然在生，会一笔过派发任何累积的每月年金款项和应计利息(如曾经选择累积每月年金款项作为支付形式)及任何终期红利。 2、灵活安排，延续爱心：除一笔过形式支付外，可于受保人在生时预先安排让受益人于受保人身故后 (须于年金期开始时或之后身故)继续收取余下未支付的每月年金款项，直至年金期完结为止。假如在受保人身故前，保单已累积任何每月年金款项，该总额及任何利息将会于受保人身故时一笔过支付予受益人。

资料来源：香港友邦保险公司官网，华金证券研究所

表 7：AIA 延期年金计划收益率水平（45 岁非吸烟男性且每月收取每月年金款项）

年金期	保证每月年金款项模式	年金款项开始年龄	期满时的保证内部回报率	期满时的总内部回报率
10 年	固定	55 岁	0.25% - 1.12%	2.29% - 3.12%
		60 岁	0.82% - 1.44%	2.53% - 3.12%
		65 岁	1.13% - 1.61%	2.66% - 3.12%
		70 岁	1.32% - 1.71%	2.74% - 3.12%
	递增	55 岁	0.27% - 1.13%	2.29% - 3.11%
		60 岁	0.82% - 1.44%	2.52% - 3.11%
		65 岁	1.14% - 1.61%	2.65% - 3.12%
		70 岁	1.32% - 1.72%	2.75% - 3.13%

注：保证内部回报率的计算包括保证每月年金款项及保证现金价值；而总内部回报率之計计算包括保证每月年金款项、任何非保证每月年金款项、保证现金价值及任何终期红利。

资料来源：华金证券研究所

对比来看，香港商业养老保险以美元计价，可有效降低持有单一货币的风险。在条款设置上与内地附加功能型养老年金相差不大，即纯年金附加包括伤残、身故等其他条款以给予投保人更多保障。香港养老保险产品的灵活性较高，可以贴合客户需求制定个性化的方案，客户可以根据需求选择领取年龄段和领取金额。此外，香港养老保险可以更换被保人，自己养老金未领取的部分可以转给子女。

（二）个税递延型养老保险产品

个税递延型养老保险是指个人收入中用于购买商业补充养老保险部分，其应缴个人所得税延期至将来提取商业养老保险金时再缴纳。2018 年我国开始试点个税递延型养老保险，根据银保监会发布的《关于经营个人税收递延型商业养老保险业务保险公司名单（第四批）的公示》，目前我国拥有相关产品发行资格的保险公司共 20 家。但市面上该类产品数量仍然较少，保险业协会披露的产品数共 51 只。据央视新闻，截至 2020 年 4 月底，共有 23 家保险公司参与个税递延养老保险试点，19 家公司出单，累计实现保费收入 3.0 亿元，参保人数 4.76 万人，业务总体规模不大。

根据银保监会发布的《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》，税延养老保险产品可以根据积累期养老资金的收益类型，分为收益确定型、收益保底型、收益浮动型三类，分别对应 A、B、C 三款产品，其中 B 类产品按结算频率可细分为两款：B1（每月结算）、B2（每季度结算）。A 款产品有保证收益率，收益确定；B 款产品收益由保底收益与额外收益组成，额外收益不固定；C 类产品下设投资账户，收益视投资绩效决定，风险完全由投资者承担。目前市面上的产品中，A 类产品收益率多为 3.5%，B 类为 2.5%，各保险公司在产品收益率和条款设定上无明显差异。

四款产品的运作区别如下表所示：

表 8：四款个税递延养老保险产品区别

区别	A	B1	B2	C
保险责任	养老年金给付、全残保障、身故保障			
收益类型	收益确定型	收益保底型	收益浮动型	收益浮动型
投资风险	保证年利率，收益确定	结算利率≥保证利率	保证利率+保单分红	浮动收益
结算频率	每月	每月	每季度	每周至少一次
初始费	不超过 2%			不超过 1%
资产管理费	不设立投资账户，不收取			不超过 1%
产品转换费	内部产品转换，每次收取比例不超过 0.5%；跨公司产品转换时，前三个保单年度收取比例依次不超过 3%、2%、1%，第四保单年度起不再收取			
投保限制	保险公司应当对购买 C 类产品的参保人进行风险承受能力评估，并根据评估结果协助参保人选择产品。参保人年龄大于 55 周岁的，保险公司不得向其销售 C 类产品。参保人每次交费（含转入产品账户价值）时，购买 C 类产品不得超过其当次交费的 50%。参保人进行产品转换时，C 类产品账户价值不得超过其全部产品账户价值的 50%。			

资料来源：银保监会，华金证券研究所

结合收益水平的设置来看，三款税延养老保险产品中，A 款产品收益结构类似于传统养老型年金产品；B 款产品收益结构类似目前的万能险，在保底利率的基础上加一定的浮动收益；C 款产品的收益水平完全浮动，风险完全由消费者承担，类似目前的投连险产品。以太平洋个人税收递延型养老年金保险 A 款（2018）为例。

表 9：太平洋个人税收递延型养老年金保险 A 款（2018）

产品名称	太平洋个人税收递延型养老年金保险 A 款（2018）		
保险期限	终身/长期	缴费方式	年交、月交
保证利率	年利率 3.5%	初始费率	1%
结算利息	生效后至开始领取养老年金前，在每个结算日或产品账户注销时，根据产品账户的保证利率结算产品账户利息，并将结算利息等额计入产品账户价值。		
养老年金	被保人生存至养老年金开始领取日，保险公司根据产品账户价值和养老年金领取标准表确定养老年金领取金额，按税延政策规定从当期给付的养老年金中扣除应纳税款。 保险公司提供的养老年金领取方式为保证返还账户价值终身月领（或年领）、固定期限 15（或 20、25）年月领（或年领）。如被保人身故或身体全残时,保险公司已给付的养老年金总和（扣除应纳税款前）小于养老年金开始领取日的产品账户价值， 保险公司按养老年金开始领取日的产品账户价值与已给付的养老年金总和（扣除应纳税款前）的差额一次性给付，并按税延政策规定扣除对应的应纳税款，合同终止。		
身故保险金（全残同）	被保人于开始领取养老年金前身故，且身故发生在 60 周岁保单生效对应日前（含），给付产品账户价值，并扣除对应的应纳税款，同时按产品账户价值的 5%额外给付身故保险金，合同终止。 被保人于开始领取养老年金前身故，且身故发生在 60 周岁保单生效对应日后（含），给付产品账户价值，并扣除对应的应纳税款，合同终止。		

资料来源：太平洋保险官网，华金证券研究所

对比来看，香港养老保险的抵税效果明显优于大陆。根据财政部、税务总局、人力资源社会保障部、银保监会、证监会联合发布的《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》（财税〔2018〕22 号）规定，取得工资薪金、连续性劳务报酬所得的个人，其缴纳的税收递延型商业养老保险费准予在申报扣除当月计算应纳税所得额时予以限额据实扣除，扣除限额按照当月工资薪金、连续性劳务报酬收入的 6%和 1000 元孰低办法确定。这意味着个人最多获得一年 1.2 万元的抵扣额，低于 AIA 延期年金计划中最高 6 万港币的抵扣。

我国个税递延型产品在推出之后市场规模增长缓慢，其原因在于该类产品在制度设计上存在短板。一方面，税延养老保险保费优惠限额按当月收入的 6%和 1000 元孰低确定。较低的抵扣标准可撬动的保费规模非常有限，无法真正满足养老储备的缺口需求；另一方面，个人未来领取税延养老保险金时 25%部分予以免税，75%部分按照 10%税率缴纳个税，相当于领取时实际缴纳税率为 7.5%，这一税率对于较高收入人群更为有利。但对于这类高收入人群，一个月 1000 元的抵扣额显然缺乏吸引力。

（三）理财型养老产品

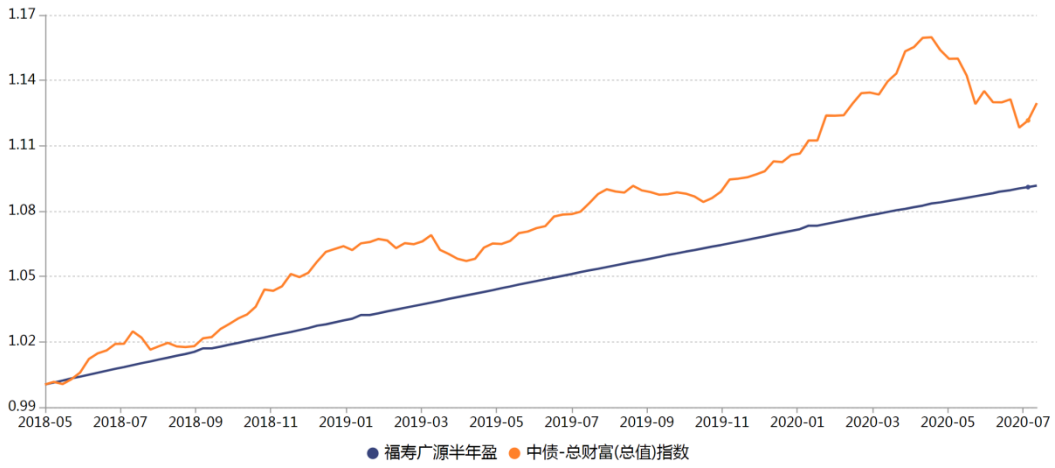
养老保障管理产品是养老保险公司或养老金管理公司，向个人或机构发售的理财产品。该类产品没有保险保障功能，没有犹豫期，相对于保险而言是一种更为灵活的投资工具。

目前市场上共有养老保障产品（含已到期）389 只，国家批准经营的机构包括 8 家养老保险公司和 1 家养老金管理公司，包括：太平养老、平安养老、国寿养老、长江养老、泰康养老、大

家养老、新华养老、人保养老、建信养老金管理有限责任公司。典型的产品代表是建信养老金发行的养颐添系列产品，以及中国人寿发行的国寿福寿嘉年养老保障管理系列产品。根据各公司披露的各产品规模，截至到 2019 年底我国养老保障管理产品资产规模超过 7600 亿元。

养老保障管理产品分为封闭式和开放式，最低申购额在 1000 元至 300 万元不等，开放式产品的认购额相对较低，而封闭式基金的最低认购额在 1 万元以上，最高达 300 万元（如养颐添福 1 号第 60 期）。收益率方面，封闭式产品所披露的预期收益率在 4.2%至 6.2%之间，成立以来年化回报率最高为 6.8%，最低为-1.35%，算术均值为 4.69%。开放式产品未明确预期收益率，市场上该类产品成立以来年化回报率最高为 18.25%，最低为 1.85%，算术均值为 4.84%。投资者可根据个人财务状况和投资需求灵活选择。以中国人寿发行的福寿广源半年盈为例，其净值变化十分稳定，发行以来累计收益率为 9%。

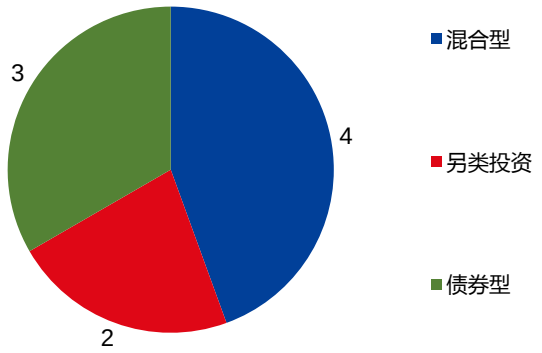
图 5：福寿广源半年盈成立以来单位净值变化



资料来源：WIND，华金证券研究所

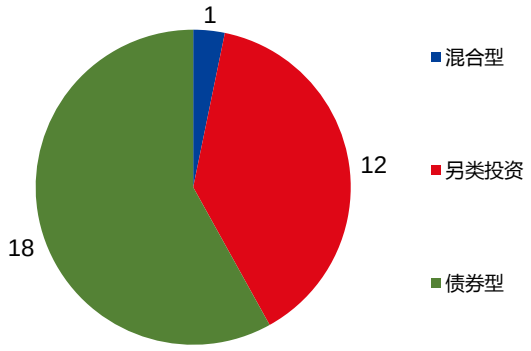
养老保障管理产品的资产配置风格，可分为混合型、债券型和另类投资型。混合型主要投资于上市公司股票、股票型基金、混合型基金、银行定期存款、协议存款、国债、金融债等；债券型主要投资于流动性资产、基础设施投资计划、不动产相关金融产品和其他金融资产（如信托产品）；而另类投资型主要投资于信托产品等，其余为定期存款，债券等固定收益类资产和货币基金等流动性资产。开放式养老保障产品以混合型投资风格为主，而封闭式养老保障产品以债券型投资风格为主。

图 6：开放式养老保障产品各类型产品数量



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 7：封闭式养老保障产品各类型产品数量



资料来源：WIND，华金证券研究所

费率方面，开放式养老保障产品和封闭式养老保障产品的管理费率相差不大，平均在 0.52%左右，而托管费方面，封闭式产品的托管费多为 0.02%，而开放式产品的托管费平均为 0.046%，高于封闭式产品。

表 10：长江安享天伦 6 号

产品名称	长江安享天伦个人养老保障管理产品长江安享天伦 6 号封闭式组合
投资风格	另类投资型
产品风险评级	中低风险
产品风险属性	非保本且非收益保证产品
预期收益率	年化 5.5%
收益分配方式	产品结束后到期分配。委托人认购本产品后享有预期投资收益的期间为产品起息日至产品到期日前一日（产品到期日当天不计息）。如遇节假日，收益分配日顺延。
产品管理人/托管人	长江养老/民生银行
认购金额	认购起点 1 万元，超出部分以 1000 元的整数倍递增。
发行规模	不超过人民币 9.6 亿元
组合起息日（到期日）	2017/12/28（2018/12/26）
产品存续期限	363 天（计息天数，计息至 2018 年 12 月 25 日）产品底层资产提前终止的本产品同步终止
投资方向	主要投资于信托公司集合资金信托计划、货币基金等货币类资产以及国家政策规定保险资金可投资的其他资产。投资方向符合产品发行方监管主体的相关规定。
投资比例	权益类资产投资比例：0% 不动产类资产及其他金融资产投资比例：80%-100% 流动性资产投资比例：0-20% 固定收益类资产投资比例：0-20%
基础资产	本产品底层基础资产为天津信托—至信 2 号集合资金信托计划，募集资金折价循环购买标的信贷资产（包括但不限于网商银行或支付宝公司等阿里或蚂蚁金服旗下用户方的消费性贷款）；资产转让方为天津信托有限责任公司作为受托人所管理的“天津信托-天云 j 号单一资金信托”或拥有“天津信托-天云 j 号单一资金信托”项下标的信贷资产同类型资产的其他机构；由重庆阿里小贷担任资产管理顾问，对信托标的信贷资产进行审核、确认并推荐，同时进行存续期管理（台账管理、贷款管理及催收、非现金资产的转让等），信贷资产期限均不超过 1 年。深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司提供信用增进，对信托资金及预期收益未以现金形式足额分配的部分进行差额补足。信托计划评级：AAA（上海新世纪资信评估投资服务有限公司）。
费用	1、投资管理费由养老保障管理基金财产承担，按日计提（首日不计提），到期一次性支付，年费率 0.20%。每日应计提的基本投资管理费=投资组合实收资本余额×年费率/当年实际天数

产品名称	长江安享天伦个人养老保障管理产品长江安享天伦 6 号封闭式组合
	2、管理费由养老保障管理基金财产承担，按日计提（首日不计提），到期一次性支付，年费率 0.30%。每日应计提的管理费=投资组合实收资本余额×年费率/当年实际天数 3、业绩报酬：无 4、托管费由养老保障管理基金财产承担，按日计提（首日不计提），到期一次性支付，年费率 0.01%。每日应计提托管费=投资组合实收资本余额×年费率/当年实际天数产品管理人保留下调投资管理费年费率的权利

资料来源：WIND，华金证券研究所

三、公募基金养老产品

基金公司提供的养老目标基金是助力养老第三支柱完善有力支撑。养老目标基金的发展起源于美国。1985 年美国先锋公司(Vanguard)成立了第一只目标风险基金(Star Fund)，1993 年富国银行和巴克莱国际投资管理公司联合创立了第一只目标日期基金，随后养老目标基金在美国快速发展。根据 ICI 统计，截至 2019 年底，美国养老目标基金总规模为 1.778 万亿美元，十年来平均增速达 13.83%，其中目标日期基金平均增速为 18.49%，远高于目标风险基金的 5.16%，自 2009 年目标日期基金规模超过目标风险基金规模后，二者规模差距持续扩大。美国养老三支柱中的雇主养老金计划和个人储蓄养老金计划是目标基金的重要资金来源，其中目标日期基金中 67%的资金来源于雇主计划中的 DC 计划，目标风险基金中 44%的资金来自 IRAs 与 DC 计划。

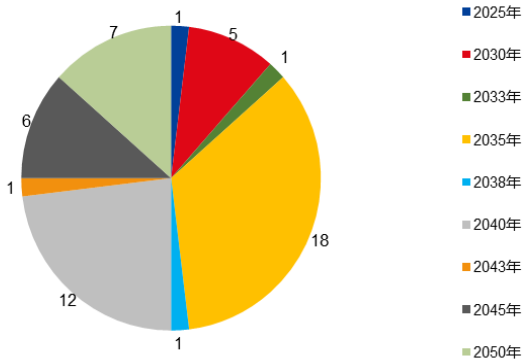
2018 年 2 月 11 日，证监会正式发布实施《养老目标证券投资基金指引（试行）》（后称《指引》），首次明确提出养老目标证券投资基金这一公募基金类别，并对养老目标基金的投资目标、运作方式、投资策略、基金管理人和基金经理的任职资格等方面进行了规定。

根据《指引》规定，养老目标基金的运作方式主要采用 FOF 形式或证监会认可的其他形式。投资策略主要采用成熟稳健的资产配置策略，控制基金下行风险，追求基金长期稳健增值。投资策略包括目标日期策略、目标风险策略以及证监会认可的其他策略。2018 年 8 月 6 日，证监会下发批文，包括华夏、易方达等在内的 14 家基金公司旗下养老目标基金获准发行，其中包括 6 只目标风险基金和 8 只目标日期基金，标志着公募基金正式加入中国养老第三支柱建设。

（一）目标日期基金

近两年来，中国市场上目标日期基金数量和规模均快速增长，市场现有 52 只目标日期基金，总规模超 87.63 亿元。目标日期基金是指随着投资者所处生命周期阶段的变化而动态调整权益资产占比，以达到预定风险收益目标的一类基金。不同退休日的投资者可选择相应的目标日期产品，例如“目标日期 2035”就适合退休年份接近 2035 年的人群。市场上现存的目标日期基金的“目标日期”在 2025 年至 2050 年之间，其中“目标日期”为 2035 年的产品最多（共计 18 只）。

图 8：目标日期 FOF 各分类数量

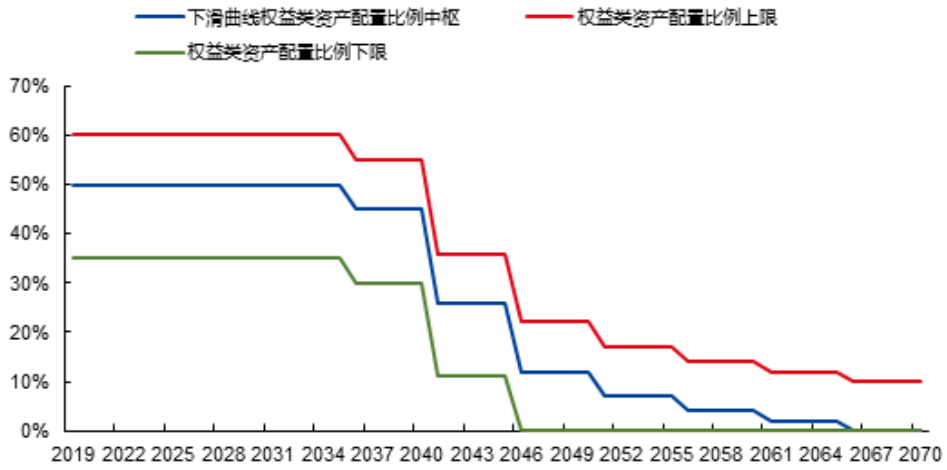


资料来源：WIND，华金证券研究所

除此之外，目标日期基金还会规定最短持有期，目前市场上的产品规定的持有期在 1 年到 5 年不等，其中规定 3 年最短持有期的基金有 41 只，占 78%以上。最短持有期为 1 年的仅有一只（中欧预见养老目标日期 2025 一年持有期混合型 FOF）

下滑轨道是基金产品的核心竞争力。目标日期基金中权益类资产投资比重随着目标日期临近而不断降低的曲线被称为下滑轨道，下滑轨道设计是目标日期基金构建的核心环节。随着目标日期的临近，权益类资产的占比不断下降，债券类资产的比重增速逐步加快，降低投资组合的整体风险，进而匹配投资者风险偏好变化。

图 9：下滑轨道设计（以华夏养老 2045 三年 A 为例）



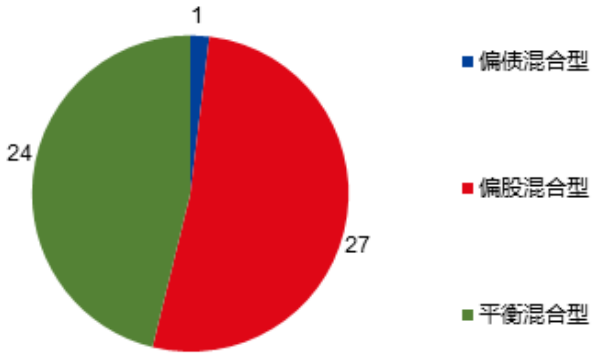
资料来源：华夏养老目标日期 2045 三年招募说明书，华金证券研究所

作为中国市场新兴的基金产品类型，目标日期基金具有许多优势：

- 目标日期基金有着明确的目标客户群体，在产品设计时会将客户在不同生命周期阶段的投资偏好和风险承受能力纳入考虑，借鉴海外成熟市场中的模型，并按照国内金融市场属性加以改造，设计出一条科学合理的下滑曲线，为长期投资者提供“一站式”投资服务。
- 基金设定简单易懂，投资者只需明确预计投资终止时间即可选择合适的基金进行投资。例如投资者预计退休的年龄为 2033 年，则可通过投资于基金名称中带有“2033”的目标日期基金来进行一站式长期投资。
- 目标日期基金作为 FOF 的一种，也能够通过多资产配置与大类资产择时，来分散单一资产风险、追求稳健收益。部分目标日期基金可通过 QDII 基金来进行配置海外资产，以在国内市场行情较差，或海外底部机会出现的时候，分散风险提高收益；或通过提高债基和黄金 ETF 的比例，来规避权益市场风险。

按产品数量排序，发行目标日期基金前三家分别为华夏基金（6 只）、南方基金（5 只）以及中欧基金（5 只）。管理费费率在 0.5%至 1.0%之间，平均大概 0.83%，托管费费率在 0.12%至 0.25%之间，平均大概 0.17%，整体费率水平高于养老保障管理产品。从投资风格来看，目标日期基金可分为偏债混合型、偏股混合型以及平衡混合型基金，其中以偏股混合型基金为主（共计 27 只），偏债混合型基金仅有一只，在 2020 年 4 月成立，预期未来偏债混合型基金的数量将逐渐增加。

图 10：目标日期 FOF 各类型产品数量



资料来源：WIND，华金证券研究所

收益率角度来看，偏股混合型基金的收益率最高，其次是平衡型。偏股混合型基金自成立以来的年化平均收益率为 28.62%，平衡混合型基金的平均收益率为 27.52%，而偏债混合型基金（仅一只）为本年 4 月成立，成立以来年化收益率 4.4028 %。鉴于我国目标日期基金产品普遍成立时间较短，年化收益率仅作参考，长期投资的收益率预期将低于上述平均收益率水平。

回撤是衡量基金风险水平的重要指标，回撤较小的基金，其净值走势的稳定性更强，即使投资者买入的时点不佳，承受的浮亏也会较小，且能够在较短时间内回补。现有的目标日期基金产品中，成立以来的最大回撤为 16.10%，最小回撤为 0%，回撤小于 7%的有 10 只产品，总体而言产品稳定性较弱。

以成立时间超过一年且收益率处于较高水平的华夏养老 2045 三年 A（006620.OF）为例：

表 11：华夏养老 2045 三年 A 基本条款

全称	华夏养老目标日期 2045 三年持有期混合型 FOF
类型	偏股混合型 FOF
业绩比较基准	沪深 300 指数收益率*X+上证国债指数收益率*(1-X)
资产配置策略	随着投资人生命周期的延续和目标日期的临近，基金的投资风格相应的从“进取”，转变为“稳健”，再转变为“保守”，权益类资产比例逐步下降。 投资范围为具有良好流动性的金融工具，包括公募基金(包括 QDII)、香港互认基金、上市公司股票、港股通标的股票、债券、货币市场工具(含同业存单)、权证、资产支持证券等。投资公募基金比例不低于本基金资产的 80%，投资于股票、股票型基金、混合型基金和商品基金(含商品期货基金和黄金 ETF)等品种的比例合计原则上不超过 60%。本基金每个交易日日终保持不低于基金资产净值 5%的现金或者到期日在一年以内的政府债券，其中，现金不包括结算备付金、存出保证金、应收申购款等。
转型政策	在目标日期 2045 年 12 月 31 日次日（即 2046 年 1 月 1 日），转为每日开放申购赎回模式，基金名称相应变更为“华夏兴旺混合型基金中基金（FOF）”
	自 2071 年 1 月 1 日起，本基金自动进入清算程序，基金合同自动终止。

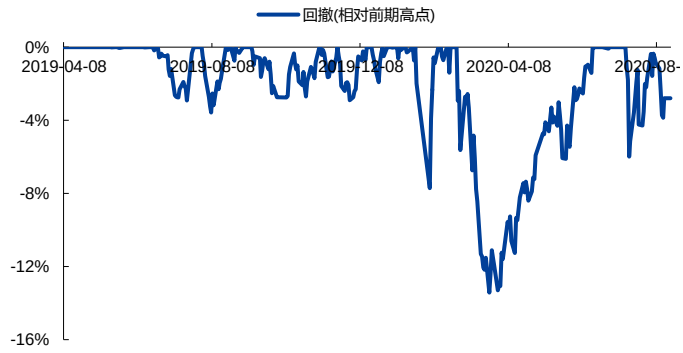
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 11：华夏 006620.OF 与易方达沪深 300ETF 净值涨幅比较



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 12：华夏 006620.OF 成立以来回撤情况



资料来源：WIND，华金证券研究所

（二）目标风险基金

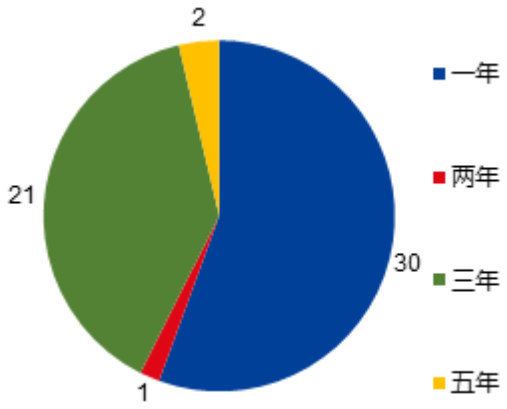
目标风险基金是指让资产组合始终处于事先设定好的风险水平下，并依据风险目标确定组合中的各类资产配置权重。投资者可依据自身风险偏好选择“稳健型”“平衡型”等多种风险水平的产品。与普通 FOF 相比，目标风险基金具有以下优势：

- 目标风险基金采用长期固定的资产配置比例，产品风险水平稳定。投资者可以根据个人风险偏好，选取特定风险的基金进行投资。
- 目标风险基金给予投资者更大的自主选择空间，适合对自身风险偏好有清晰认知的投资者。

近几年，中国市场上目标风险基金发行规模快速增长，市场现有 54 只目标风险基金，总规模超过 265.52 亿元。按产品数量排序，发行目标风险基金前四家分别为博时基金、东证资管、上投摩根及招商基金，均发行了 3 只。目标风险基金的管理费率在 0.5%至 1.0%之间，现有产品的平均管理费为 0.71%，托管费费率在 0.10%至 0.20%之间，现有产品的平均托管费率为 0.16%，整体费率水平与目标日期基金相差不大。

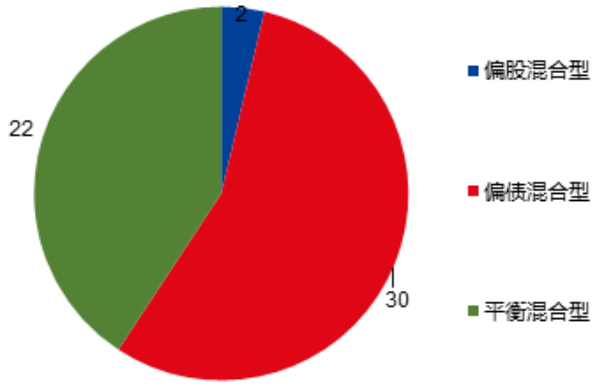
目标风险基金也会规定最短持有期，在基金名称中会加以明确，目前市场上的产品规定的持有期在 1 年到 5 年不等，与目标日期基金不同，规定 1 年最短持有期的基金占大多数（30 只）。最短持有期为 5 年的有 2 只，最短持有期为 2 年的仅有一只。在规定年限上明显较短。从投资风格来看，目标风险基金亦可分为偏债混合型、偏股混合型以及平衡混合型，但在品种分布上与目标日期型有很大区别，以偏债混合型为主（共计 30 只），偏股混合型仅有 2 只，分别在今年 4 月和 6 月成立。

图 13：目标风险 FOF 最短持有期产品数量



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 14：目标风险 FOF 各类型产品数量及占比



资料来源：WIND，华金证券研究所

从收益率的角度，平衡混合型基金的平均年化收益率为 24.89%，而偏债混合型基金平均年化收益率 10.87 %，偏股混合型基金仅有两支，分别在今年 4 月和 6 月成立，成立以来的累计收益率分别为 16%和 4%。鉴于我国目标风险基金产品普遍成立时间较短，年化收益率仅作参考，长期投资的收益率预期将低于上述平均收益率水平。现有的目标风险基金产品中，成立以来的最大回撤为 10.62%，最小回撤为 0.06%，回撤大于 7%的有 6 只产品，总体而言产品稳定性优于目标日期基金。

选取发行时间长于一年，收益率处于较高水平的万家平衡养老三年（007232.OF）为例。

表 12：万家平衡养老三年(FOF)(007232.OF)基本条款

全称	万家平衡养老目标三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)）
类型	平衡混合型基金
费率	管理费（0.80%）+托管费（0.15%）
业绩比较基准	中证全债指数收益率*50%+中证 800 指数收益率*45%+1 年期定期存款收益率(税后)*5%
资产配置策略	本基金投资公募基金比例不低于基金资产的 80%；对股票、股票型基金、混合型基金和商品基金(含商品期货基金和黄金 ETF)等品种的合计投资比例不得超过基金资产的 60%；对商品基金的投资比例不得超过基金资产的 10%；货基投资比例不超过基金资产的 5%。港股通标的股票投资占股票资产的比例为 0-50%。现金或者到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的 5%，其中，现金不包括结算备付金、存出保证金、应收申购款等。本基金的权益类资产投资比例中枢为 50%，股票、股票型基金、混合型基金等权益类资产投资合计占基金资产的比例为 40%-55%。其中，计入上述权益类资产的混合型基金需符合下列两个条件之一： 1、基金合同约定股票资产投资比例不低于基金资产 50%的混合型基金； 2、根据基金披露的定期报告，最近四个季度末股票资产占基金资产比例均不低于 50%的混合型基金。

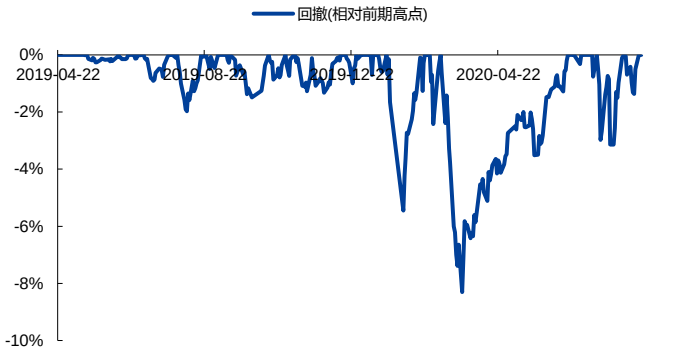
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 15：万家 007232.OF 与易方达沪深 300ETF 净值涨幅比较



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 16：万家 007232.OF 成立以来动态回撤情况



资料来源：WIND，华金证券研究所

（三）目标日期基金和目标风险基金的对比

养老目标日期基金：贯穿一辈子的“养老套餐”。随着投资者年龄的增大而降低权益类资产的配置比例，其风险也随之降低，不同年龄阶段的人可以根据退休时间来选择不同的目标日期“套餐”。其优点在于，投资者决策简便，产品可以自动匹配不同人生阶段的风险偏好。但目前养老目标日期基金提供的“套餐”只是根据年龄进行粗略地划分，没办法为每个人量身定制，不够个性化。除此之外，权益类资产配置比例的“下滑轨道”具体该如何设计也有待论证。如果在股市高位成立，由于前期权益类仓位较重，剧烈波动的行情很可能造成短期内净值快速下跌。

养老目标风险基金：给投资者更大的自主权。养老目标日期基金没办法为每个人量身定制，缺乏针对性，而养老目标风险基金给投资者更大的自由选择空间，更适合现阶段市场的投资者。

目标日期基金这类产品需要投资者对其有较高的依赖度，也就是愿意在退休之前将钱交给基金公司全权管理。举例来说，如果选择 2040 年的目标日期基金，理论上意味着投资者预期持有 20 年（在开放期不赎回的前提下）。但目前国内市场的现状是，投资者持有基金的时间普遍较短，因此，在投资者教育尚未成型的当下，目标日期基金遇到的阻力会更大。相较而言，目标风险基金理念更容易被接受。从海外成熟市场养老产品的情况来看，目标风险基金是养老业务发展初期更加合适的产品。

总的来说，目标风险基金适合具备一定的投资知识与经验，对自身的风险偏好与收益预期有较为清晰认知的投资者。而目标日期基金则无需考虑自身风险承受能力，适合退休时间确定的投资者。

（四）其他可作为养老投资的公募基金

除了在产品设计上专为养老服务的养老目标基金，一些具有高分红特性的公募基金也可以作为养老投资的标的，其稳定、频繁分红的特点也符合养老所要求的稳定年金的特征。同时，投资者还可以获得分红之外的基金净值增长带来的收益。

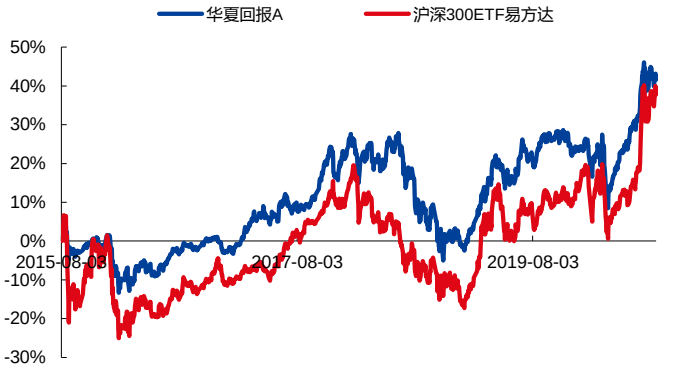
高分红型的开放式公募基金作为养老投资标的，具有以下优势：

1、运行时间长，具有较长的可供参考的历史收益率数据。相较于养老目标基金，开放式公募基金在我国的发展历史更久，投资理念更成熟，也积累了大批优秀的基金管理人才。

2、开放式基金的申购赎回更加方便，具有较强的流动性，相较于养老目标基金规定 1 年以上的最短持有期，开放式基金可以应对投资者不确定的大额资金需求。

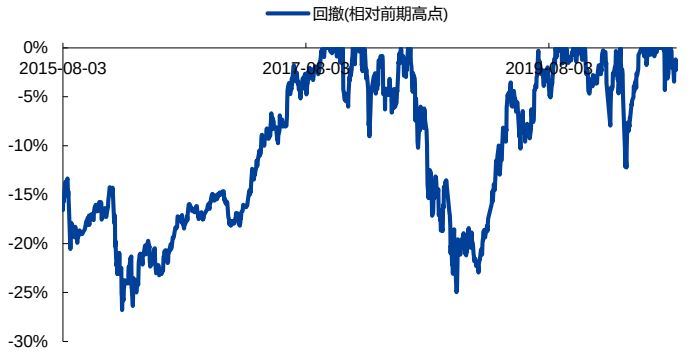
过去五年分红超过 20 次（平均每季度进行一次分红）的开放式公募基金共有 56 只，其中华夏回报 A 作为典型代表，成立以来累计分红 94 次，分红金额超过 138 亿，分红稳定且频率高。

图 17：华夏回报 A 过去五年单位净值变化



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 18：华夏回报 A 近五年来动态回撤情况



资料来源：WIND，华金证券研究所

除此之外，华夏财富推出的查理智投“养老智投”系列也是针对养老所发行的基金类产品。包括 60 后智享财富组合、70 后智赢人生组合、80 后智领未来组合、90 后智享自由组合。该系列产品与目标日期基金类似，采用 FOF 形式运作，基于 TDF 生命周期理论，根据下滑轨道降低组合中权益资产配比，满足对应年龄段客户长期养老的投资需求，以求获取超越业绩基准的稳健回报（相对收益）。该系列产品成立时间较短（2019 年初成立），成立以来收益率较高，累计收益率在 50%以上，平均年化收益率约为 38%。但这一收益率未来能否维持有待继续观察。以 60 后智享财富组合为例。

表 13：60 后智享财富组合

名称	60 后智享财富组合
组合代码	SF1019
成立时间	2019/1/21
风险等级	中风险(R3)
适合人群	平衡型以上
赎回时间	与成分基金一致
申购费用	成分基金申购费 0 至 1 折
起投金额	500 元起投
分红方式	红利再投
适合人群	适合以养老金储备为目标的中长期投资者，出生区间在 1960-1969 的人群。
组合策略	国内权益基金（72%）、国内债券基金（23%）、货币基金（5%）

名称	60 后智享财富组合
费用结构	1、申购费与赎回费：本组合不重复收取申购费用、赎回费用。 成分基金申购费用 0 至 1 折，成分基金赎回费用按照基金招募说明书收取。 2、投资顾问服务费：本组合以客户账户资产净值 0.5 %（年化）计提投资顾问服务费。每日计提，月度结算。为更好地为投资者服务，可能针对投资顾问服务费，在特定时间内实行费率优惠活动，具体以网站公告、移动端投顾组合产品页面标识信息为准。

资料来源：华金证券研究所

图 19：60 后智享财富组合成立以来收益率



资料来源：公司官网，华金证券研究所

四、银行系养老产品

（一）理财产品

随着老龄化的加剧，银行也逐渐认识到养老理财产品的巨大发展空间，设计并发行了具有养老特征或者专为老年人打造的养老理财产品。经过十多年的发展，银行系养老理财产品规模已超过千亿。

目前发行养老理财产品的银行主体有 17 家，理财子公司 5 家，产品数量共有 389 只。从产品数量来看，行业集中度较为明显，交通银行是银行系养老理财市场的主力军，产品数量为 130 只，其次是上海银行（118 只）。目前，已有银行理财子公司积极布局养老理财产品，交银理财、兴银理财等多家理财子公司将养老题材列为重要新产品方向，多款产品蓄势待发。

从产品期限看，银行系养老产品投资期限长短不一，平均为 969 天，期限为最短的是兴业银行的“安愉养老财富 1 号人民币理财产品”，期限为 29 天。现有银行理财产品可覆盖客户由青年向老年过渡的资产储备需求。

从产品类型上看，主要是“保本型”产品，共有 227 只。投资品种以债券为主，风险较低，契合养老理财产品稳健的投资风格。一年以下的养老理财产品的预期收益率平均 3.68%，一年以上的养老理财产品的预期收益率平均为 4.2%。

从流动性上看，理财产品采取封闭式运营方式，流动性较弱。为满足客户因病等突发的大额资金需求，有的产品设计为存续期超过一段时间后每年向投资者分配部分初始份额，如于 2020 年 3 月 11 日成立的光大理财“阳光金养老 1 号”理财产品规定产品成立满两年后每年分配初始投资份额的 25%，满足客户流动性资金需求。也有的产品定期开放赎回服务，如交通银行“得利宝交银久久养老沪”理财产品每季度提供赎回服务，但如果投资者短期内赎回产品可能有本金损失。

关于养老理财产品的选择，投资者需要注意的是，目前市面养老理财产品虽然在产品名称上体现了养老这一主题，但是大部分产品在条款设置和投资策略上与其他非养老理财产品并没有大的差别。

目前市面上的养老理财产品大部分仍采用到期支付收益的方式，这并不符合养老所要求的定期“养老金”收益特点。投资者在进行投资决策时需理性看待这一类产品，其中具有定期分红条款的产品是相对理想的选择。

根据披露信息，目前每月进行付息或分红的产品并不多，主要是宁波银行的“惠添利”系列，浦发银行的“启臻逐月之养老精选 1 号”以及北京银行的“京华远见鑫益月享”系列。宁波银行“惠添利”系列已经发行了 38 期，以宁波银行 2019 惠添利 11180 号为例。

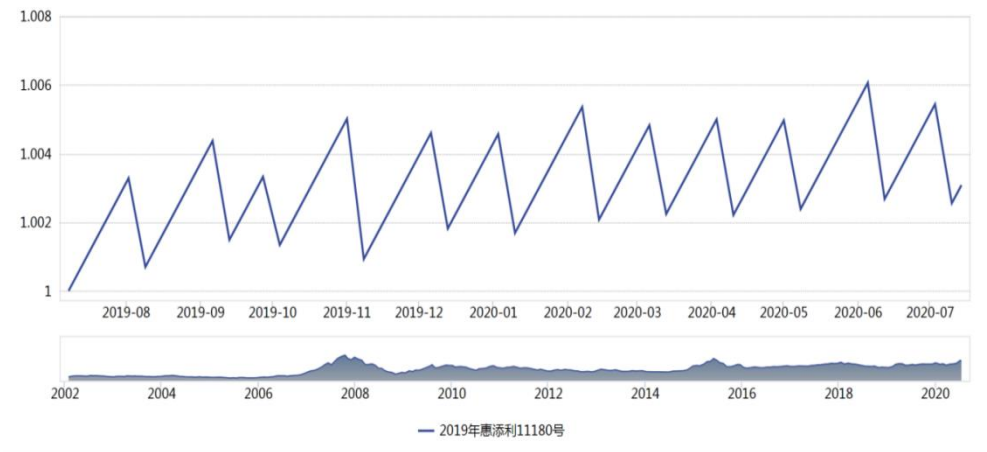
表 14：2019 年惠添利 11180 号基本条款

产品简称	2019 年惠添利 11180 号	产品全称	2019 年汇通理财惠添利 11180 号理财产品（养老分红净值型）
产品代码	LC1908E29A.LC	风险等级	中低风险

发行机构自编代码	A1911180	发行人	宁波银行股份有限公司
收益类型	非保本型	运作模式	封闭式净值型
投资品种	债券，利率，其他	委托天数	1022 天
收益起始日	2019/7/8	收益到期日	2022/4/25
委托起始资金	10,000.00 人民币元	计划募资金额（亿元）	0~1
费用说明	产品固定管理费 0.45%	业绩比较基准	4.68%
投资范围	本期理财产品投资于境内市场固定收益类金融工具，包括银行存款，货币市场工具，债券等标准化债权类资产，公募资产管理产品和非标准化债权资产等，具体投向如下: 投资资产计划配置比例固定收益类资产 80-100% （一）本产品的杠杆率不超过 140%; （二）宁波银行确保在理财产品存续期间投资资产的比例将按上述计划配置比例合理浮动。		
分红	本产品自起息日起，每月 7 日为分红登记日，8 日为分红下发日。分红后单位净值不低于 1。每期分红前，银行需不迟于当期分红登记日前 2 个工作日发布分红公告。上述分红登记日、分红公告日遇节假日均提前，分红实际下发日遇节假日顺延。		

资料来源：WIND，华金证券研究所

图 20：2019 年惠添利 11180 号历史回报



资料来源：WIND，华金证券研究所

（二）养老储蓄产品

该类产品目前市面上种类较少，最典型的代表是兴业银行推出的“安愉人生”系列产品的储蓄产品，包括“安愉分期付息储蓄存款”和“安愉智能定期储蓄存款”。具体条款如下表所示：

表 15：安愉分期付息储蓄存款和安愉智能定期储蓄存款基本条款

产品名称	安愉分期付息储蓄存款（产品代号：000005003）	安愉智能定期储蓄存款（产品代号：000005004）
产品说明	是一款利率条件型定期储蓄产品，按存款金额分档设置利率，并按月付息，每月利息将自动转入借记卡内活期账户。	是一款利率条件型定期储蓄产品，不限次数提前支取，根据支取金额和实际存期，按向下靠档对应期限存款利率计付利息。
产品特点	（一）产品期限长，收益高，有效对抗利率下行风险。 （二）按月自动结息，及时享受储蓄收益，满足日常养老生活开支。 （三）多档起存金额和利率可选，满足不同资产配置需求。	（一）产品期限长，收益高，有效对抗利率下行风险。 （二）灵活计息，支取便利，兼具高收益和流动性。 （三）多档利率设置，智能计息，满足不同流动性需要，实现收益最大化。
业务规则	（一）币种：人民币。	（一）币种：人民币。

产品名称	安愉分期付息储蓄存款（产品代号：000005003）	安愉智能定期储蓄存款（产品代号：000005004）
计结息规则	（二）存期：三年、五年。不支持自动转存，提前支取仅支持全额支取。 （三）起存金额：5000 元起。 （四）利率：三年期最高执行 3.75%，五年期最高 3.95%。 （五）办理渠道：柜面、智能柜台、手机银行。 （六）办理介质：借记卡。 1、分期利息于每个分期结息日日初转入借记卡内活期账户。结息日与起存日，日日对应，其中起存期为当月月末，则结息日为每月月末。 2、仅支持全额提前支取，提前支取时按活期挂牌利率计息，已分期支付的利息将在提前支取利息中扣除，不足时将从本金中扣除。 3、到期支取时仅支取本金。 4、逾期支取时按逾期实际天数和支取日活期挂牌利率计算逾期利息。 5、分期付息时不扣除利息税（如有），支取本金时一并扣除应缴利息利息税。	（二）起存金额：5 万。 （三）存期：五年，不支持自动转存。 （四）分档支取利率 1、提前支取时，根据支取金额和实际存期，按靠档后对应的同期限存款利率（存入时利率）计息。 2、逾期支取时，按逾期实际天数和支取日活期挂牌利率计算逾期利息。 3、支取时扣除支取部分应缴利息税（如有）。

资料来源：WIND，华金证券研究所

此外，安愉储蓄的投资者还可以享受兴业银行为其提供的基础服务权益及专属服务权益

基础服务权益包括：

- ✓ 法律保障：为您提供法律咨询、法律文书风险提示、律师推荐及诉讼费保障等多项服务。
- ✓ 个人存款损失保险：当您遭遇被诈骗、被抢劫、被盗或被胁迫等情况，而导致资金损失时，可最高获得 6 万元的赔付保障。

专属服务权益包括：

- ✓ 保险 A 套餐：个人人身综合保险，包括普通意外伤害保险、燃气意外伤害保险、乘坐汽车意外保险、意外伤害医疗保险、意外住院补贴，总保额 12.3 万元。被保险人应为年龄在 3 周岁到 70 周岁（含）的自然人。
- ✓ 保险 B 套餐：家庭财产保险，包括主险及附加险，主险为：火灾、爆炸、台风、洪水等保险；附加险为：附加盗窃、抢劫保险、附加水渍保险、附加电器损坏保险、附加个人责任保险、附加居家责任保险、附加出租人责任保险、附加家政服务人员忠诚保证保险、附加家庭雇主责任保险，总保额 26.3 万元。
- ✓ 私人律师服务：包括医疗责任和交通事故两种纠纷类型中的法律服务保障及法律费用保障。法律服务保障包括电话咨询、文书审核、调解代理、民事一审、民事二审等服务；法律费用保障包括鉴定费、案件受理费及律师服务费等服务，其中单次事故限额两万元，年度总限额为五万元。

（三）信托计划

目前市场上以养老为目的的信托产品较少，国内首款金融养老信托产品是兴业银行推出的安愉人生系列产品（安愉信托）。之后中信信托与慈爱嘉[5]合作的创新金融产品——中信仁信居家护理养老信托。中信仁信居家护理养老信托需客户交付 50 万或 100 万的金额，3 年后到期全额返还，信托生效后，客户可以享受到慈爱嘉提供的对应的居家护理服务。

安愉信托是由兴业银行与外贸信托联合推出的信托类养老金融产品。客户将自有现金资产交付给信托公司管理，由银行帮助投资，定期披露收益。信托公司按照投资者的意愿和信托文件约定，在规定时间给付给选定的受益人（一次性或按季），用于个人养老保障和传承家族财富。

表 16：安愉信托产品条款

产品名称	安愉信托
产品特色	**专属财产，保障权益** 银行专门账户管理，实现信托财产独立运作，并按照信托文件的约定向受益人支付信托利益，保障养老及其他需求。 **保障传承，避免纠纷** 若发生特定触发事件，可将信托财产按照信托文件传承给委托人指定的人 **运作灵活，称心如意** 投资管理及信托利益分配相对灵活，并可按照委托人的意愿进行调整，有利于实现委托人的意愿，保障受益人的利益。
操作方式	自立养老：客户将资金放入信托，指定信托财产的分配规则。 子女尽孝：子女将现金放入信托，指定父母受益。 提前安排：父母提前给子女安排养老保障。
产品要素	委托人：30 岁（含）以上的金融产品合格投资者。 设立起点：认购金额最低为 600 万元（含），一次性认购。若追加信托财产，则另设立信托。 受益人：灵活指定初始受益人与后备受益人。如果初始受益人放弃信托利益或去世，则由后备受益人享有。 分配方式：自认购 3 年封闭期后的任何一年开始，**可选择一次性支付或按季度支付**，直至信托结束。若选择按季度支付，每季度支付金额 3 万元起，以 3 万元为单位进行更改调整。 开放日：自认购后满三年以后，每年有一个约定的开放日。 信托期限：合同将约定一个信托期限，为 3+N 年，同时约定分配条款。在信托封闭期满 3 年后的每年开放日内，委托人可选择赎回或者继续持有。如果不到约定期限，信托利益即分配完毕，则信托结束。如果信托约定期满，信托财产仍有剩余，则由初始受益人享有；如果初始受益人放弃权利或去世，则信托利益可指定给后备受益人。
投资范围	安愉信托投资主要为中低风险配置，包括境内外依法设立的现金类、固定收益类、类固定收益类（信托产品、类信托产品等）、策略投资类、权益投资类、另类投资类等金融工具等
管理模式	每单安愉信托成立后，由受托人、投资顾问共同协商确认，将托管资金投资于相关金融理财产品。

资料来源：WIND，华金证券研究所

[5] 慈爱嘉是一家专业的居家护理服务机构，专为解决中国老龄化社会所面临的日益增长的服务需求和实际服务供应短缺以及服务质量低下的矛盾，在中国建立了的成熟的居家护理专业服务体系。慈爱嘉已在北京建立的三个服务中心，主要针对老人、出院病人、残障人士的家庭提供全面解决方案并实施上门照护服务。

五、养老产品的选择策略

（一）各产品风格特点对比

从产品类型上来讲，保险公司养老年金、养老保障管理产品、银行养老理财产品与储蓄产品比较注重资产的安全性，其典型特征是低风险、低回报。养老目标基金产品通常权益类比重会高一些，对风险的控制比一般无特定目标的基金更严格，比如控制最大回撤率不超过 10%，以稳定投资人长期投资的信心，因此可归类为稳健型的中低风险产品。而养老信托产品属于较为特殊的一类，有着较高投资门槛和投资风险。

（1）**养老年金是最符合养老目标的产品**，其低风险、收益稳定、定期领取年金的特点符合退休人员的养老需求。除此之外，符合条件的商业养老保险还可以带来个税递延的额外收益（个税递延养老险）。投资者可以向保险公司或第三方经代咨询，通过测算年金现金流的 IRR，选择收益率较高的产品。

（2）**养老保障管理产品和养老理财产品**如无定期分红条款，在功能上与一般的基金或理财产品相差不大。这类养老产品的“养老”功能较弱，更多是作固定收益类投资工具，选择时需谨慎，勿盲目轻信宣传噱头。该类产品更适合已经退休且有较多闲置资金的投资者。特殊的，少部分理财产品设定了定期分红条款，更加符合“养老”需求，如宁波银行的“惠添利”系列，浦发银行的“启臻逐月之养老精选 1 号”以及北京银行的“京华远见鑫益月享”系列。

（3）**养老储蓄产品**可选种类很少，目前仅有兴业银行推出的“安愉人生”系列的两款储蓄产品。最大的优势在于收益稳定、分期付息，同时附加保险服务，建议风险承受能力较弱、有一定财富积累的投资者选择。

（4）**养老目标基金产品**风险高于上述几种产品，收益率相对较高。建议投资者在无法保证能够持有目标日期基金到退休日的情况下，选择灵活度更高目标风险基金。推荐收益率较高平衡型产品，如万家平衡养老三年、兴全安泰平衡养老(FOF)、泰达宏利泰和养老(FOF)等。而有着明确持有至到期目标、投资决策较为理性的投资者，可以选择收益较高的目标日期基金，如华夏养老 2045 三年 A、银华养老 2040 三年、交银养老 2035 三年等。

（5）**策略稳健、频繁分红的公募基金。**开放式公募基金发展时间长，投资经验丰富，可供观察的历史投资收益数据较长，有利于产品筛选。华夏回报作为其中最典型的产品，虽然不专为养老设计，但其稳定的高分红特点使得其是作为养老投资的不错选择。值得注意的是，开放式公募基金历史收益仅作为参考，未来不确定性较大。

（二）个人投资者决策建议

就个人投资者而言，还可以从以下几个层面来考虑：

- **人生的阶段：处于财富积累期还是消耗期**

对于离退休时间还有 20 年以上的年轻人，应尽早开始利用个人账户的延税功能，将个人储蓄尽多的投入第三支柱个人账户，至少要提拔薪资的 6%，把可以延税的额度用完。以基金定投的方式投资养老目标基金是一个不错的抉择，也可以投保有万能账户或投连账户的年金险，以长期投资的复利效果来提高领用期后的可用金额。

当一个人退休后，由于没有后续的工作现金流，一旦投资遭受损失是没有额外的收入可以摊平的。因此对于接近退休或已经退休的人士而言，以投资养老保障管理产品与银行针对年老族群设计的具有分红条款的养老理财产品为宜。

- **对流动性的要求**

资金一旦进入个人退休金账户，要保持延税优惠就不能随意转出，因此对流动性要求较高。流动性的要求来自弥补收支时间差异与对非预期大额支出的紧急预备金。养老保险产品流动性最低，强制储蓄年金的流动性看似较低，但保单贷款功能可解决这个问题。实际上，我们建议本应用来养老的投资不能过多考虑流动性。开放式养老保障产品以及高分红开放式基金流动性最强，其次是短期理财产品，再次是最短持有期为一年的目标风险基金。

- **依据个人风险偏好和实际收入水平做好养老规划**

如果个人的收入够高，可以放入个人账户的金额较多，而又相对保守的话，3.5%以上年化收益率计算的养老金，在复利的强化下可以积累客观的养老金。假设年 2.5%的通胀率，约莫 30 年物价翻一番，那么 4%左右的复利叠加足够的本金，在退休后依然可以过上安稳的生活，投资于传统养老年金、养老保障产品以及收益稳定的理财产品更佳，不需要冒额外的风险。

对于收入较高，有较高风险承受能力的投资者，可以考虑在养老信托产品种类丰富、投资理念成熟之后积极尝试，以获得信托产品的高灵活度和高收益。

但是对一般收入水平的投资者而言，可以拨入个人账户的金额有限，过于保守的投资可能无法在退休后保持目前的生活水平，建议平衡现在与未来，必要时冒一些风险来争取更高收益，采取养老保险产品和养老目标基金相结合投资是较好的选择。

- **随着个人账户的累积开始多元化的投资**

当个人退休金账户累计到一定程度时，可以同时考虑上述四类产品，根据自己的风险承受能力和实际的养老需求，对照不同产品能够提供的风险保障，构建最合适的产品组合。

风险提示

养老金融产品可选择产品繁多、条款复杂多样，本文例举仅供交流参考。本报告不构成任何具体产品购买指引。请自身具体情况，按需购买。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn