

海外养老保险资产配置系列专题报告之一：

海外养老体系及养老资金投资概述

2019年7月24日

推荐 (维持)

重点公司	股票代码	评级
中国平安	2318.HK	买入
友邦保险	1299.HK	买入
中国太保	2601.HK	审慎增持
新华保险	1336.HK	审慎增持
中国太平	966.HK	审慎增持
中国财险	2318.HK	买入

相关报告

《2019年兴业证券海外春季策略报告：静看山重水复，何如柳暗花明》20181125

《以史为鉴，监管利于中国保险行业长期向好》20180123 海外行业深度研究报告

《2018海外保险行业策略报告：蓄势待发政策引，龙头领航启山林》20171127 海外行业深度研究报告

海外研究

分析师：

张忆东

兴业证券经济与金融研究院

副院长

海外研究中心 总经理

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：

张博

zhangbojys@xyzq.com.cn

SFC: BMM189

SAC: S0190519060002

李彦霖

liyilin@xyzq.com.cn

SAC: S0190510110015

投资要点

- **研究目的。**1) 本文研究了海外 22 个国家或地区养老保险体系及其资产配置，希望在人口老龄化、利率下行的大环境下，为优化中国养老金的资产配置从而提高投资收益带来启发。2) 养老金资金在全球资本市场占据重要地位，研究其资产配置策略对投资亦有重要意义。3) 我们将在后续的一系列报告中分别以挪威、荷兰、美国、加拿大、日本、韩国及澳大利亚为例，探讨国际养老保险资金在利率下行周期的资产配置经验。
- **全世界各国家地区养老保险体系各异。**大部分国家的养老保险体系以美国的养老保险三支柱体系发展最为成熟。中国香港和智利的养老保险体系与传统的三支柱体系差异较大：智利实行强制性个人保险制度，个人成为唯一的供款主体；中国香港实行私人托管强制性供款计划，企业与个人强制缴纳存在的公积金归个人账户所有，不参与社会统筹。此类完全积累的养老金制度体现“多缴多得、少缴少得、长缴多得”，没有横向再分配机制。
- **发达国家养老资金存量巨大，发展中国家增长迅速。**1) 美国、英国、瑞典、荷兰、日本、加拿大和澳大利亚是全球的七大养老金市场，合计资产规模为 36.6 万亿美元，占全球规模前 22 大养老金市场总和的 91%。2) 从 GDP 占比看，2017 年全球养老基金占 GDP 超过 100% 的国家分别为丹麦、荷兰、冰岛、加拿大、瑞士、美国、澳大利亚及英国。3) 从养老金资产增长率来看，2007 至 2017 年十年复合增速超过 20% 的国家有：希腊、法国、土耳其、拉脱维亚、罗马尼亚、马其顿、多米尼加、塞尔维亚，其中中国大陆复合增速 21.0%，均为养老金 GDP 占比低于 20% 的国家。
- **通过更激进的股票配置提升资金收益率。**1) 权益类资产配置比例总体上和所在国金融市场发展水平、风险偏好程度呈正比。OECD 国家权益资产配置比例总体上高于非 OECD 国家。在养老金 Top7 市场中，澳大利亚 2017 年权益资产占比 58.2%，荷兰、瑞士、加拿大介于 30% 至 35%。2) 在 Top7 市场中，美国和澳大利亚的投资收益率表现出众，2017 年分别为 7.5% 和 7.3%。日本与多数欧洲国家的总投资收益率则介于 2% 至 4%。3) 养老金成为权益市场的重要投资力量。2017 年，仅美国、澳大利亚、荷兰、加拿大和日本五国养老金股票投资金额占全球股票市值比重达到 14.86%。
- **启示：我国养老保险资金投资范围有望拓宽。**目前，我国 10 年期国债到期收益率约为在 3.20%，处于下行周期。我国企业年金基金和基本养老保险基金投资范围分别自 2013 和 2015 年扩大，央行票据、公司债券、证券投资基金、股票、股权和股指期货等品种的加入。在金融开放的大背景下，养老保险资金投资标的的拓宽及海外投资经验有利于我国养老保险资金获得稳定的长期收益率。

风险提示：1) 资本市场波动；2) 保费收入不达预期；3) 保险行业政策变动风险；4) 公司经营风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



Overweight

(Maintained)

Finance

Analyst

Zhang Yidong

Deputy Head of Research at
Industrial Securities Co. Ltd.
General Manager of Overseas Market
Research Center
zhangyd@xyzq.com.cn
SAC: S0190510110012
SFC: BIS749

Contact

Yanlin Li

liylin@xyzq.com.cn
SAC: S0190510110015

Bo Zhang

zhangboyjs@xyzq.com.cn
SAC: S0190519060002
SFC: BMM189

Overview of Overseas Pension System and Pension Funds Investment

25/07/2019

Research Purpose.

—1). This paper describes the pension systems and their fund allocations in 22 overseas countries or regions. This paper will bring inspiration to China's pension fund allocation. 2). Pension fund plays a vital role in global capital market. 3). We will also take Norway, the Netherlands, the United States, Canada, Japan, South Korea and Australia as examples in the follow-up series of reports to explore the experience of international pension fund allocation in the downward cycle of interest rates.

Pension systems vary from country to country in the world

—The three-pillar pension system in the United States is the most mature one in the world. The pension systems of Hong Kong and Chile differ greatly from the traditional three-pillar system: the compulsory personal insurance system is implemented in Chile, and the individual becomes the sole contributor; Mandatory Provident Fund system of Hongkong, where the provident fund compulsorily paid by enterprises and individuals belongs to the individual account. This kind of fully accumulated pension system fully embodies the principle of "paying more and get more, paying longer and get more", and there is no horizontal redistribution mechanism.

The stock of pension funds in developed countries is huge, and the growth of pension funds in developing countries is rapid

—1). America, UK, Swiss, Holland, Japan, Canada and Australia are the largest 7 countries in terms of pension funds (36.6 trillion USD in total), accounting for 91% of the first 22 pension markets around the world. 2). In 2017, the countries with pension funds accounting for more than 100% of GDP were Denmark, Netherlands, Iceland, Canada, Switzerland, the United States, Australia and Britain. 3). In terms of the growth rate of pension assets, the countries with compound growth rate of more than 20% in the decade 2007-2017 are Greece, France, Turkey, Latvia, Romania, Macedonia, Dominica, Serbia and China 21.0%, all of which are countries with pension GDP less than 20%

Higher rate of return with higher allocation in stocks.

—1). The proportion of allocation of equities is proportional to the level of development of a country's capital market and risk preference. OECD countries allocate more pension asset on equity than that of other countries. In 2017, Australia allocated 58.2% of its asset on equity; Holland, Switzerland and Canada allocated 30-35% pension asset on equity. 2). In the Top7 market, the return on investment in the United States and Australia is outstanding, reaching 7.5% and 7.3% respectively in 2017. The total return on investment in Japan and most European countries ranges from 2% to 4%. 3). In 2008, pension stock investments in the United States, Australia, the Netherlands, Canada and Japan accounted for 14.86% of the global stock market value.

Implication: China's pension fund investment scope is expected to be broadened

—At present, the yield on maturity of 10-year Treasury bonds in China is about 3.20%, which is in the downward cycle. The investment scopes of enterprise annuity fund and basic pension fund in China have expanded since 2013 and 2015, respectively. The addition of central bank bills, corporate bonds, securities investment funds, stocks, equity and stock index futures will help the industry to obtain a stable long-term yield.

Potential risks: 1). Fluctuations in capital markets caused by macro economy change; 2). Growth of premium income fall below expectation; 3). Policy changes in China's insurance industry; 4). Operation risk of insurance companies.

目 录

1、世界主要国家养老基金体系	4 -
2、全球养老基金资产状况	15 -
2.1、养老金资产规模及增长	15 -
2.2、养老金资产配置、收益及支出	19 -
2.3、养老金资产类别	22 -
3、我国养老基金投资范围有望拓宽	23 -
4、风险提示	26 -
图 1、世界 65 岁及以上人口占比（1962A—2017A）	4 -
图 2、OECD 成员国退休储蓄工具按类型	4 -
图 3、世界银行“养老金三支柱”	5 -
图 4、世界银行“养老金五支柱”	5 -
图 5、2018 墨尔本美世全球养老金指数	13 -
图 6、2018 墨尔本美世全球养老金指数分指数值	13 -
图 7、前十大国家养老投资资金规模	16 -
图 8、前十大国家养老金资产 GDP 占比	16 -
图 9、2017 年世界主要国家养老金资产规模	17 -
图 10、2017 年世界主要国家养老金资产 GDP 占比	17 -
图 11、2017 年 OECD 国家及地区养老金资产规模 GDP 占比	18 -
图 12、2017 年主要非 OECD 国家及地区养老金资产规模 GDP 占比	18 -
图 13、OECD 国家及地区养老金资产规模增速	19 -
图 14、主要非 OECD 国家及地区养老金资产规模增速	19 -
图 15、养老金规模前 5 国家股票投资金额占全球股票市值比	20 -
图 16、2017 年养老金规模 Top7 国家资产配置	20 -
图 17、2017 年 OECD 国家及地区养老金资产配置	20 -
图 18、主要非 OECD 国家及地区养老金资产配置	21 -
图 19、2017 年各国养老金资产实际投资回报率（扣除投资费用）	21 -
图 20、2017 年养老金支出占 GDP 之比	22 -
图 21、部分 OECD 成员国 2017 年强制性/准强制性养老金覆盖率	22 -
图 22、部分非 OECD 国家或地区 2017 年强制性/准强制性养老金覆盖率	22 -
图 23、2017 年各国养老金资产结构按养老金类别	23 -
图 24、十年期国债收益率	23 -
图 25、保险业资产配置比例	23 -
图 26、主要险企历年固定收益类投资占比	24 -
图 27、主要险企历年权益类投资占比	24 -
图 28、主要险企历年债券类投资占比	24 -
图 29、主要险企历年定期存款投资占比	24 -
图 30、养老保险资金投资范围发展历程	25 -
表 1、养老金 22 个样本国家及地区分类	6 -
表 2、养老保险体系分析对比	6 -
表 3、养老保险体系发展	13 -
表 4、2017 主要国家养老金规模及 GDP 占比	16 -
表 5、我国现行养老基金投资规定	25 -

报告正文

养老保险是世界各国应对老龄化挑战的重要举措，养老保险基金是全球资本市场的重要机构投资者。在全球实际利率水平处于低位，十年期国债收益率接近于历史性低位的经济环境当中，由于我国保险业固收类资产的配置资金比例占据保险行业资金配置的大部分，十年期国债收益率走势对保险资金的投资收益十分重要。

本文对海外养老保险体系及其资金配置做一个综述，希望在人口老龄化越来越突出、利率下行的大环境下，为优化中国养老金的资金配置从而提高投资收益带来启发。我们亦将在后续的系列报告中分别以挪威、荷兰、美国、加拿大、日本、韩国及澳大利亚为例，探讨国际养老保险资金配置经验。

1、世界主要国家养老基金体系

截至 2017 年底，世界人口中 65 岁以上人口占比 8.70%，较 1962 年的 5.05% 提升了 3.65 个百分点。其中，高收入国家的老龄人口占比提升 8.68 个百分点至 17.44% 点；中国香港老龄人口占比提升 13.41 个百分点至 16.30%；中国大陆老龄人口占比提升 7.70 个百分点至 11.39%。

2017 年，经济合作与发展组织（OECD）36 个成员国的总退休储蓄工具（all retirement saving vehicles）为 43.4 万亿美元，其中养老基金（pension funds）28.5 万亿美元，占比 65.6%。除 2008 年受金融危机影响，养老基金规模下降外，2007 年至今，OECD 成员国的养老基金规模呈现稳步上升趋势。

在一些国家，养老基金以外的其他工具被用来为退休储蓄。例如奥地利、德国、瑞典的 pension rights included in employers' books、比利时、丹麦、法国、瑞典的养老保险合同 pension insurance contracts、以及比利时、丹麦、美国的由银行、投资公司或其他实体提供和管理的其他退休储蓄工具。

图1、世界 65 岁及以上人口占比（1962A—2017A）

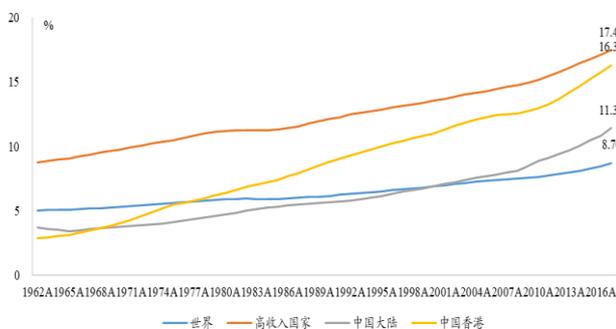
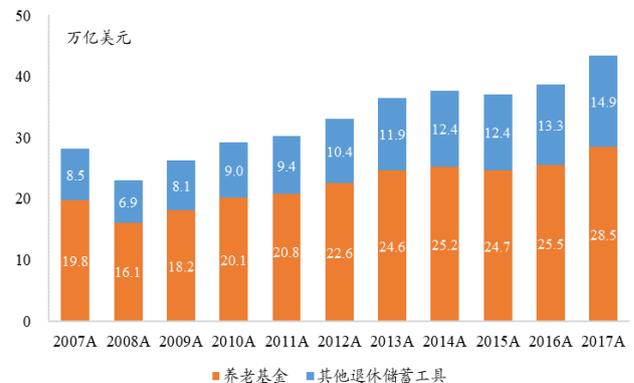


图2、OECD 成员国退休储蓄工具按类型



资料来源：世界银行，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：OECD，兴业证券经济与金融研究院整理

狭义的养老保险是指社会基本养老保险，是国家和社会根据一定的法律和法规，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

为解决劳动者在达到国家规定的解除劳动义务的劳动年龄界限，或因年老丧失劳动能力退出劳动岗位后的基本生活而建立的一种社会保险制度。它是社会保障制度的重要组成部分，亦是社会保险五大险种中最重要险种之一。广义的养老保险包括社会基本养老保险和商业养老保险两部分，后者是以获得养老金为主要目的的长期人身险，是年金保险的一种特殊形式。

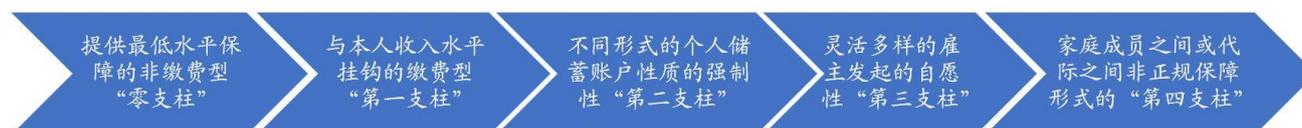
世界银行在其 1994 年出版的《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》中首次提出公共养老金计划（第一支柱）、职业养老保险计划（第二支柱）和个人储蓄计划（第三支柱）“三支柱”的概念。2005 年世行提出“零支柱”和“第四支柱”的概念，将“三支柱”扩展为“五支柱”。但从养老基金的运行现状来看，当前各国主要采用“三支柱”模式。

图3、世界银行“养老金三支柱”



资料来源：世界银行 1994 年《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、世界银行“养老金五支柱”



资料来源：世界银行 2005 年《21 世纪的老年收入保障——养老金制度改革国际比较》，兴业证券经济与金融研究院整理

全世界各国家地区养老保险体系各异，根据咨询机构韬睿惠悦咨询公司（Towers Watson）2019 年 2 月发布的最新全球养老金市场研究（Global Pension Assets study 2019），2018 年全球前 22 大养老金市场合计管理规模 40.17 万亿美元，同比下滑 3.3%。我们选取这 22 个养老金市场所在的国家或地区，对其养老保险体系进行分析和对比。大部分国家的养老保险体系都与世界银行提出的多支柱相近，其中以美国的养老保险三支柱体系发展最为成熟，而中国大陆也在不断发展三支柱养老保险体系。此外，中国香港和智利的养老保险体系与传统的三支柱体系差异较大，智利的养老保险是强制性个人保险制度，个人成为唯一的供款主体；中国香港私人托管的强制性供款计划，俗称“强积金”退休养老制度，企业与个人强制缴存在公积金归个人账户所有，不参与社会统筹，缴多缴少，完全归自己个人所有。此类完全积累的养老金制度完全体现“多缴多得、少缴少得、长缴多得”，没有横向的再分配机制，缺乏互济功能，不同收入、性别人群的养老金待遇差距悬殊。

表 1、养老金 22 个样本国家及地区分类

经济发展水平	洲际	国家或地区
发达国家或地区	北美洲	美国、加拿大
	大洋洲	澳大利亚
	欧洲	(北欧) 芬兰; (西欧) 荷兰、英国、法国、爱尔兰; (中欧) 瑞士、德国; (南欧) 意大利、西班牙
	亚洲	日本、韩国、中国香港
发展中国家或地区	非洲	南非
	亚洲	马来西亚、中国大陆、印度
	拉丁美洲	巴西、智利、墨西哥

资料来源：世界银行，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、养老保险体系分析对比

经济发展水平及洲际	国家地区	养老保险分类	模式	缴费标准	运营与监管	待遇及领取条件
发达国家、北美洲	美国	社会保险制度	强制参保，以社会保障税的形式进入社会保障基金	参保人缴纳社会保障税，社会保障税由雇员和雇主共同缴纳，以雇员工资为纳税基数，但设上限，超出上限的部分不再缴纳社会保障税，2011 年纳税基数上限为 10.68 万美元，2012 年提高至 11.01 万美元。具体的税率按照以支定收、适当留有结余的原则确定，并根据人口年龄结构等因素适时调整，2010 年法定税率为 12.4%，由雇主和雇员分别缴纳 6.2%；2011 年雇员税率下调至 4.2%，而雇主税率仍维持 6.2%。个体经营者税率为 10.4%，全部由个人承担。	具体管理部门为联邦政府的社会保障署，税收全部进入 OASDI 信托基金，税收全部进入 OASDI 信托基金	在职时的缴费基数越高基本养老金水平越高，退休越晚基本养老金水平越高，设上下限。领取条件包括年龄条件和纳税贡献条件。最低年龄为 62 岁，每提前一个月养老金减发 0.56%，而领取全额基本养老金的年龄则在逐渐延长，每延后一个月退休金增加 0.25%，年满 70 岁以后才退休者，退休金不再继续增加。纳税贡献条件采取计点方式（积分制）计算，每年最多计 4 个点。领取基本养老金的最少点数为 40，即至少要有 10 年的缴费才能够达到退休年龄后领取基本养老金
		企业补充养老保险制度	自愿参保，DB 模式和 DC 模式混合，按照税法 401K 有关条款规定实行递延纳税	雇主和雇员共同缴纳一定数量的资金。其中，雇员年度缴费总额不得超过规定上限（2014 年为 2000 美元）；雇主为雇员缴费的比例由劳资双方协议确定，一般为雇员工资的 3%到 7%。401K 账户归雇员所有，离职时由雇员自行转走，转入其选定的任何提供 401K 计划的基金公司。	雇主指定一个基金公司管理雇员的 401K 账户，雇员自主决定投资决策，并承担投资风险。	雇员退休后从账户领取的养老金取决于缴费多少和投资收益状况。账户持有人年满 59.5 岁；死亡或永久丧失工作能力；发生大于年收入 7.5%的医疗费用；55 岁以后离职、下岗、被解雇或提前退休。户主如在 59.5 岁之前提前取款，将被征收惩罚性税款；但允许提前借款，再还回账户。户主退休时，可以选择一次性领取、分期领取和转为存款等方式使用 401K 帐户资金。雇员在年满 70.5 岁时，必须开始从个人账户中取款，否则将对对应取款额征税 50%
		个人储蓄养老保险制度	自愿参保	户主可根据自己的收入确定年度缴费金额，并在每年 4 月 15 日之前存入账户。IRA 有最高缴费限额。例如，50 岁以下者 2014 年最高缴费限额为 5000 美元。年薪超过一定数额者不能参加 IRA 计划。例如，已有 401K 计划者中，未婚者年薪超过 5.6 万美元，已婚者年薪超过 8.9 万美元，则不得申报该年度 IRA 计划。	IRA 账户由参与者自己设立，所有 16 岁以上 70.5 岁以下、年薪不超过一定数额者均可以到有资格设立 IRA 基金的银行、基金公司等金融机构开设 IRA 账户，IRA 账户由户主自行管理	IRA 户主在年满 59.5 岁后方可领取 IRA 退休金，提前支取将被处以支取金额 10%的罚金。法规同时规定户主年满 70.5 岁必须开始支取账户金额。与传统 IRA 不同，Roth IRA 在存款时缴纳个人所得税，存的是完税后的钱，退休后支取时免税，不强制要求户主年满 70.5 岁必须支取账户金额；此外，未婚者和已婚者年收入如分别高于 12.5 万美元和 18.3 万美元，则不得申报 Roth IRA 计划等
加拿大	老年收入保障计划	满足一定收益资格条件	非缴费型，经费来源于税收	联邦政府统一管理	受益资格条件是年龄达到 65 岁，并且年满 18 岁以后在加拿大居住 10 年以上，须在满 65 岁前 6 个月提出申请。在	

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

		(OAS)		
		加拿大养老金计划 CPP	雇主和雇员缴纳该费的比例,最初为各缴 3.6%,2000 年提高到各缴纳 7%。根据加拿大的人口老龄化趋势,到 2016 年,若要维持现在的待遇水平,缴费比例必须提高到各缴 14.5%。但在征求公民意见时,这个数字遭到了否决,只同意将缴费比例提高到 10%左右。这样,联邦政府做出规定,在 2002 年以前的缴费比例必须达到各缴 9.9%。	享受这种养老金待遇时,还有收入条件的限制
		自愿参保,完全积累制	政府不直接参与,但以法律、法规来进行规范;政府对该项基金的投资方向有指导性规定;政府对退休费用的落实不负责保证,而是由各项计划进行保证	其补贴程度在很大程度上取决于个人一生的收入水平。参保人最早 60 岁可以开始享受养老金待遇,自我雇佣者也可以参保,每年向联邦税务局报税,直到 70 周岁。这一制度还对残疾和丧偶者提供保障,即参保人残疾后,对本人及其 18 岁以下的儿童每月提供养老金,去世后对其配偶每月提供养老金和一次性丧葬费补贴。
发达国家、大洋洲	澳大利亚	社会保障养老金	只要通过家计审查,即可领取由财政部门发放的最低养老金	养老金为当地平均周薪的 25%,并随物价指数进行调。凡年满 65 周岁的女性居民和男性居民,退休年龄将从 2017 年开始增加,每两年六个月,直到在 2023 年达到 67 岁。
		强制性的职业年金	强制参保	由政府委托基金经理,保险公司和咨询公司等进行运营管理。
		个人养老金储蓄	自愿参保,包括自愿性质的职业年金,个人养老金储蓄和投资	
发达国家、北欧	芬兰	国家养老金	非缴费型,经费来源于税收	居民可以领取的国家养老金水平完全取决于可以领到的收入关联养老金,只有领取不到或只能领取小额收入关联养老金的人才可以享受国家养老金。领取国家养老金的正常年龄为 65 岁(不论退休与否);
		收入关联养老金	强制参保,分为公共部门养老金和私人部门养老金,融资方式包括部分累积制和现收现付制	私人部门养老金由芬兰养老金中心进行整合,由一些独立的保险公司、养老金基金进行具体管理,社会事务和健康部对这些管理活动进行监督,在公共部门养老金方面,地方政府相关部门和一些保险公司为管理机构,内政部、财政部和其他以相关部门为监督机构。
发达国家、西欧	荷兰	国家养老金/AOW养老金	强制参保,只要在荷兰居住即可享有	申请人可以享受金额按荷兰居住时间长短来计算。现阶段,申请年龄段为 15-65 周岁,从未离开荷兰移居至他家(含欧盟国家)即可享有全额养老金。金额每年为 9200 欧元(孤寡老人略高,每年 1 万欧元多)。期间,若移居他国,每年将从全额中扣减 2%。
		集体养老金	强制参保	只能在 65 岁后分期支取。保险公司将计算平均年龄,如 80 岁,那么,所存金额除以 15,每年支付。但若期间不幸去世,65 岁以前的,养老保险拨遗嘱继承人或者法定继承人
		个人养老保险	自愿参保	每月,自行将部分收入存入银行或进行其他投资产生收益;自行向个人养老保险机构购买保险;在银行开设养老保险专用帐号。个人可往此帐号存入养老保险

			<p>现收现付、强制参保。可分为国家基本养老金计划 (BSP)、国家补充养老金计划 (S2P)、新国家养老金三部分。</p>	<p>国家基本养老金来源于雇员和雇主的缴费,以国民保险税的方式缴纳,每一个纳税年度须至少缴纳 52 周。</p>	<p>在达到国家法定退休年龄(根据现行法律,现在英国男性最高可以工作到 65 岁,女性到 63 岁,2020 年 4 月男性女性统一退休年龄 65 岁)以及缴费年限后就可以领取,要取得全额国家基本养老金,缴费年限需要达到工作年限的 90%。国家补充养老金以工作期的平均收入来算,养老金比例为重估收入的 1%。</p>
英国	国家基本养老保险				
	私营养老金	22 岁以上、年收入超过 9440 英镑的雇员,强制参保。	<p>职业年金计划: 雇员必须缴纳,有的是统一费率,有的实行等级费率,基本缴费限制是雇员收入的 15%。</p> <p>个人年金账户: 个人或与其雇主共同缴费,缴费标准与雇员净相关收入挂钩。</p>	<p>国家职业储蓄信托 (NEST),以 0.3% 的超低年管理费承接中小企业账户的投资管理服务,并由政府提供一定的财政补助。个人养老金计划是由金融机构组织设计并提供的,个人依据自己对退休生活的要求来自行安排退休养老金计划。英国政府规定私营养老金供应商需要在金融行为监管局 (FCA) 注册并审核,同时管理运行过程需要接受养老金监管局的监察。</p>	
	补充商业养老保险	自愿参保			公民依据经济状况在金融市场上自行选择金融机构发行的商业养老保险。
	基础养老保险	强制参保,现收现付制	<p>一般工商业雇员,基本养老保险的缴费率为 16% 左右,其中雇员承担应保工资的 6.55% 再加所有工资的 0.1%,雇主承担雇员应保工资总额的 8.2% 再加所有工资总额的 1.6%。</p>	<p>在基金拨付上,由“社会保障中央基金管理局”(ACOSS)协调安排。每月各地征收联盟将征集到的保险费和财政拨款汇入社会保障中央基金管理局的专门账户。在基金管理上,由独立于国家之外的带有私营性质的公益部门养老保险全国基金会进行经营。</p>	<p>在缴费年限满 40 年时,可领取相当于本人工作期间工资最高的 25 年的月平均工资 50% 左右的基本养老金,缴费年限不足则按相应比例扣减。</p>
法国	补充养老保险	强制参保,现收现付制	<p>法定的补充养老保险缴费率约为工资的 10% 左右,由雇主、雇员分担,国家给予税前列支的优惠政策。</p>	<p>在基金拨付上,由“社会保障中央基金管理局”(ACOSS)协调安排。每月各地征收联盟将征集到的保险费和财政拨款汇入社会保障中央基金管理局的专门账户。在基金管理上,由独立于国家之外的带有私营性质的公益部门养老保险全国基金会进行经营。</p>	
	商业性养老保险	自愿参保,基金积累制	<p>缴费率根据利率逐年变动。政府个人投保时提供税收减免,但退休后收入超过纳税标准的部分,仍要纳税。</p>		
发达国家、中欧	瑞士	基本养老保险	强制参保	<p>在职人员的养老、遗属和伤残保险是由雇主和雇员各支付 50%。</p>	
		企业职工保险	强制参保	<p>占工资的 7% (25—34 岁)、10%</p>	由各个不同的保险基金组织管理执行,各公司

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

			(35—44岁)、15% (45—54岁) 和 18% (男 55—65岁, 女 55—64岁)。目前, 投保年收入的上下限, 分别约为 77400 和 19350 瑞士法郎。	和雇主必须参加其中的一个企业保险基金组织。	
		多样化的个人养老保险	自愿参保		
		企业养老保险制度		缴费为预先确定, 该决定基于管理层与员工之间达成的协议	福利取决于投资回报
		个人储蓄计划	自愿参保		按指定费率缴费满五年的个人有权从 55 岁开始每月领取养老保险金。此类账户金额最高允许 12% 的税收减免, 每年最高为 400 万韩元 (3850 美元)
		法定养老保险	强制参保	每一个雇员、企业、团体必须在法律规定下定期投保, 职工必须按月交纳保险费。德国规定将缴费率到 2020 年限制在 20% 之内, 缴费基数是雇员的月税前总收入, 规定有上限和下限	养老保险基金会承担, 政府只负责财务监督和法律监督。
		企业养老保险		费用完全由企业负担	退休职工的养老金会随着全国工资水平的提高而增加
	德国	私人寿险	自愿参保	每月交纳一定的保险费, 投保到 65 岁	职工退休后每月可领到企业养老保险金。养老保险金的数量各企业不同, 企业养老金一般相当于净工资的 4% 左右。凡是 35 岁以上, 参加本企业养老保险至少 10 年的职工即使辞职离开企业, 退休后仍可领取这份企业养老金。在 65 岁前不幸身故, 保险公司就按约付给其家属保险金。若 65 岁时本人还健在, 则可从保险公司领到一次性或按月付的保险金。
		养老社会救助	满足一定条件	非缴费型	每年 5317.65 欧元的养老保障(按 13 个月计发, 每月 409.05 欧元), 从未工作过的 65 岁以上意大利国籍的公民(后来扩大到在意大利居住超过十年以上的欧盟居民)
		公共养老保险计划	强制参保, 引入了名义账户制, 但总体来说, 基金财务管理上还是属于现收现付制模式。	劳动者根据收入按比例缴费, 普通劳动者缴费比例为 32.7%; 国家雇员缴费比例为 32.95%; 特殊行业根据所属行业不同缴费比例也不同, 如律师为 13%、建筑师为 14%、公证员为 30%, 总体上约为 20%	
	意大利	补充性的职业保险计划	自愿参保, 缴费关联型 (DC) 的积累制	由雇主和雇员缴费。	聘请专业机构进行投资运营和管理
		商业养老保险计划和私人养老保险计划 (PIPs)	自愿参保, 完全的积累制或基金制度		分散化的金融机构进行投资运作和管理
		强制缴费的社会养老保险	强制参保	企业和雇员共同缴纳, 个人缴费基数以纯工资收入计算, 有上下限。个人缴纳养老保险的比例每年按预算调整	由国家劳动保障部统管全国的社会保险工作, 下设两个独立的社会保险经办机构。TGSS 负责社保基金征缴和运营, INSS 负责社保基金分配, 发放和相关管理。
	西班牙	不缴费型养老	满足一定条件		缴费满 15 年领取基本养老金, 为足额养老金的 50%, 从第 16 年到第 25 年, 每多缴一年, 养老金额提高 3 个百分点, 缴费满 35 年领取足额养老金。从业人员年满 65 岁。
					65 岁以上, 居住在西班牙, 未享受缴费型待遇, 年个人收入不足 3387 欧元,

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

		保险		可领取 70 万~80 万比塞塔	
发达国家或地区、亚洲	日本	补充养老保险	自愿参保	保险和私人养老金计划 总理事会负责监管	
		国民年金	20 岁以上 60 岁以下, 强制参保, 现收现付制和收益确定型计划	2007 年开始, 个人缴纳部分上调到 14,100 日元/月, 此后每年 4 月上调 280 日元/月, 至 2017 年达到 16,900 日元/月为止。国家财政也支出相当于个人缴纳的金额。	政府是养老金管理运营的主体, 负担全部行政管理费用, 负担全部养老金支出的 1/2。全部委托大藏省资金运用部, 纳入国家财政投融资计划统一管理使用
		厚生年金	受雇于 5 人以上私人企业的正式员工强制参保, 现收现付制和收益确定型计划	按参与人的月标准工资和奖金乘上保险费率来计算, 由企业和雇员各负担 50%。2004 年以前厚生养老金的保险费率为 14.996%, 2004 年厚生养老金法改革后, 规定保险费率每年递增 0.354%, 至 2017 年, 月保险费率达到 18.3% 时基本稳定下来	政府统一管理运营, 政府承担全部行政管理费用。全部委托大藏省资金运用部, 纳入国家财政投融资计划统一管理使用
		共济年金	公务员, 公营企业职工, 私立学校教职员工等则参加共济年金, 现收现付制和收益确定型计划	根据加入共济组合保费不一, 一般为总收入的 11.168-14.76% (国家财政和个人各承担一半)	政府统一管理运营, 政府承担全部行政管理费用。全部委托大藏省资金运用部, 纳入国家财政投融资计划统一管理使用
		企业年金	自愿参保。企业年金可分为厚生年金基金、确定支付年金、适格退休年金等	保费: 企业全额承担或员工部分承担。	企业自主运营, 政府没有提供财政支持
	韩国	公共养老保险制度	强制参保, 分为国家养老保险计划(部分预筹积累式制度)和职业养老保险计划	国家养老保险计划, 每月 31 万韩元(约合 298 美元), 仅占平均工资水平的 10%, 至少缴费 10 年以上的养老保险金才可享受	
	中国香港	职业年金	强制参保	雇主和雇员每月分别投入的工资的 5%, 总共 10%	由雇员自主投资, 可选择 47 个强基金计划及 324 个成分基金, 风险由雇员自己承担。由积金局监管。
		个人储蓄	自愿参保		在雇员达到 65 岁法定退休年龄时, 一次性领取个人账户积累的养老金。
发展中国家、非洲	南非	缴费型养老金	自愿参保, DC 和 DB 制都有		
		私人储蓄	需通过财产测试资格审查	非缴费型, 资金来源于财政预算和一般税收	
发展中国家、亚洲	马来西亚	雇员公积金制度 (EPF)	强制参保	雇主为雇员储蓄, 雇员依法自我投保, 财政上不给予拨款。年年调整总保险费率。按规定, 新加坡随着企业经营状况改善和工资不断提高, 除调整总保险费率外, 还调整雇主和雇员承担的比例	形成社会保险金基金, 并制定个人账户
		企业私人退休计划 (PRS)			退休 (55 岁) 后可以支取, 退休前如需进行房屋购置、教育或医疗护理时都可以支取。大部分退休人员会在退休时一次性支取所有累积的储蓄。公务员由政府养老金部门提供确定养老金计划。

个人养老保险					
中国 大陆	基本养老保险	强制参保, 统账结合、部分积累	资金来源于强制性的企业和职工按月缴费和各级财政补贴。最新政策指出, 养老保险单位缴费比例高于16%的, 可降至16%; 目前低于16%的, 要研究提出过渡办法。并明确, 缴费基数政策也要进行调整: 一是明确将城镇非私营单位和城镇私营单位就业人员平均工资加权计算的全口径城镇单位就业人员平均工资作为核定职工缴费基数上下限的指标。二是个体工商户和灵活就业人员参加养老保险, 可在全口径城镇单位就业人员平均工资的60%至300%范围内选择适当的缴费基数		
	企业补充养老保险	政府政策鼓励, 企业自愿建立	企业单方或企业职工双方共同缴费, 从《职业年金办法》中获悉: 职业年金=个人缴费+单位缴费。企业年金的缴费的比例: 个人缴费占工资的4%, 单位缴费占工资总额的8%, 个人缴费可以由单位进行代扣。其中, 企业和个人的缴费合计不超过本企业职工工资总额的12%, 具体费用, 是需要由企业和个人共同协商来确定。	建立职工个人账户, 通过保险公司运作。	
	个人储蓄保险	自愿参保		自愿选择经办机构	
印度	公务员养老保险制度		非缴费型, 资金由财政预算安排		
	雇员公积金计划 (EPF)	强制参保, 缴费确定型 (DC)	当雇员工资低于每月 15000 卢比 (RMB1468.5) 时, 雇员每月缴纳工资的 12%, 雇主缴纳 3.67% 作为员工的养老保险。如果员工每月工资高于 15000 卢比, 那么雇员与雇主各缴纳 12%。	EPFO 是雇员养老保险三个计划的管理机构, 负责办理全国雇员社会保险业务, 包括缴费和待遇给付。EPFO 根据政府确定的投资模式, 对三个计划基金进行投资管理。中央信托委员会是 EPFO 的监管机构,	参保人在退休、辞职、裁员或死亡时可以一次性领取; 在购房结婚、失业、接受高等教育和医疗时可以部分提前支取, 提前支取部分可以高达 60%-70%。
	雇员养老金计划 (EPS)	对雇员超过 20 人以上的公司中月收入低于 6500 卢比的雇员强制参保, 待遇确定型 (DB)	以雇员工资为缴费基数, 雇主缴纳 8.33%, 政府补贴 1.16%。缴费 10 年以上的参保人,	EPFO 是雇员养老保险三个计划的管理机构, 负责办理全国雇员社会保险业务, 包括缴费和待遇给付。EPFO 根据政府确定的投资模式, 对三个计划基金进行投资管理。中央信托委员会是 EPFO 的监管机构,	领取条件与 EPF 相似, 如参保人缴费年限少于 10 年, 可一次性领取; 满 10 年, 可以在 58 岁领取; 满 15 年, 可在 50 岁领取; 但必须按照 58 岁标准, 每提前一年养老金递减 3%。
	雇员储蓄保险计划 (EDLI)		由雇主和政府提供, 其中雇主缴纳工资总额的 0.5%, 另加 0.01% 的管理费, 而雇员无需缴费	EPFO 是雇员养老保险三个计划的管理机构, 负责办理全国雇员社会保险业务, 包括缴费和待遇给付。EPFO 根据政府确定的投资模式, 对三个计划基金进行投资管理。中央信托委员会是 EPFO 的监管机构,	最高能获得 13 万卢比的待遇给付。
发展中 国家、 拉丁美	智利	社会共济养老金	满足一定条件	非缴费型	每人每月领到 125 美元的养老金, 从 2009 年 1 月起养老金领取额增至 158 美元, 达到 65 岁以上, 无论是男性还

洲

				私人养老基金管理公司 AFPs 对基金进行管理, 养老基金公司监督局对基金管理公司进行监管。	是女性。在智利有 20 年居住期限 领取养老金的法定年龄为女性 60 岁、男性 65 岁缴费年满 20 年。但是, 如果参保人个人账户中积累的资金余额超过最低养老金的 150%, 同时超过其过去 10 年平均应税所得额的 70%, 剩余部分可在工作期间自由支取。主要有三种领取方式: 一是定期领取, 二是领取年金, 三是采取延期的年金方式
	强制性私营养老金计划	强制参保, 低缴费、完全积累, 缴费确定型 (DC)	个人成为唯一的供款主体, 供款率由从前工资的 22.44% 下降到 10%, 雇员以月工资收入为缴费基数, 规定有下限和上限。		
	自愿性私营养老金计划	自愿参保		由 AFP 或者其他金融机构管理。这些其他金融机构包括银行、共同基金、保险公司、住房公积金管理机构和证券保险监管局授权的其他管理者, 参保人可自主选择将其养老金投向 5 类基金中的一类。	
	非缴费型养老金	DB 型	非缴费型	由社会保险局运营管理	
墨西哥	强制性个人账户计划	强制参保, DC 型	雇主缴费 5.15%, 雇员缴费 1.125%, 政府支付 0.225%, 缴费基准的下限为最低工资水平, 上限为最低工资水平的 25 倍	由参保者选择一个养老基金管理公司进行运营	取决于个人账户积累资金, 可分期领取养老金, 或者用账户积累金额购买终身年金
	自愿性个人账户计划	自愿参保, DC 型	雇主和雇员缴费	由参保者选择一个养老基金管理公司进行运营	
	个人储蓄	自愿参保			
巴西	基本养老保险	现收现付制	个人、单位 (雇主) 和政府三方负担。企业雇员按照工资收入的 8% 至 11% 比例缴纳, 雇主按照雇员工资的 20% 缴纳; 公务员按照个人工资的 9% 至 12% 缴纳, 单位为其缴纳 22%; 农民按照农产品销售收入的一定比例缴纳, 逐年调整提高比例, 最终缴费比例为 8%	国家议会是最高管理层, 它下设社会保障福利委员会负责制定法律法规和综合协调, 医疗保险由卫生部管理, 失业保险由劳工部管理, 社会保障福利部负责管理社会保险、社会福利和社会救助等。	只需缴纳 15 年社保, 男性在达到 65 岁, 女性 60 岁后, 就可以全额领取养老金。男性如果缴纳年限达到 30 年, 则可以在 53 岁时提前退休, 女性如缴费达到 25 年, 可以选择在 48 岁时退休。企业雇员养老金支付按照全部工作年限的平均工资的 80% 确定; 公务员养老金为退休前工资的 100%
	补充养老保险基金	分为封闭式和开放式		封闭式养老基金通常由资源丰富的大公司独立管理, 但由于大公司的数量有限, 目前封闭式基金的增长几乎停滞, 而面向个人的开放式基金正逐渐增加。	可以到期后一次性全部支取, 也可以选择将钱留在账户中, 整个退休阶段都能不断享有收益。此外, 还可以选择用一部分已积累的养老基金做投资, 购买年金产品。当然也可以是三种方式的结合

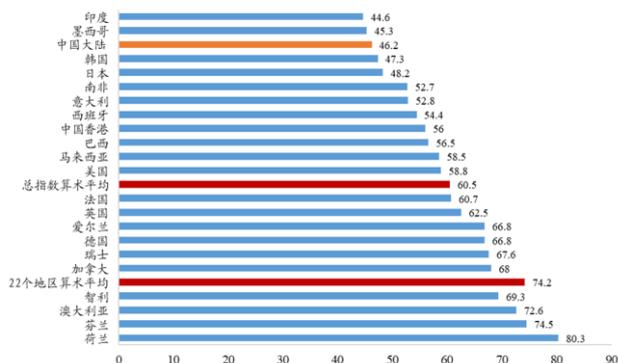
资料来源: 公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

由全球人力资源咨询公司美世咨询编制的墨尔本美世全球养老金指数, 旨在审视全球各国的养老金体系, 评估它们提供的福利、在老龄化趋势下所具备的可持续性以及透明度和受信任度。指数分为三个分指数: 充足性、可持续性、完整性, 权重分别为 40%、35%、25%。其中, 充足性从养老金体系的福利、体系设计、储蓄、税收支持等指标进行评估; 可持续性从养老金体系的养老金覆盖率、总资产、缴费、人口统计、政府债务和经济增长等指标来进行评估; 完整性从养老金体系的法规、治理、保护、沟通、成本等指标来进行评估。根据 2018 墨尔本美世全球养老金指数, 荷兰养老金以总体指数 80.3 位居第一, 第二第三分别是丹麦和芬兰, 指数值为 80.2 和 74.5。在我们选取的 22 个地区中, 养老金指数排名前三

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

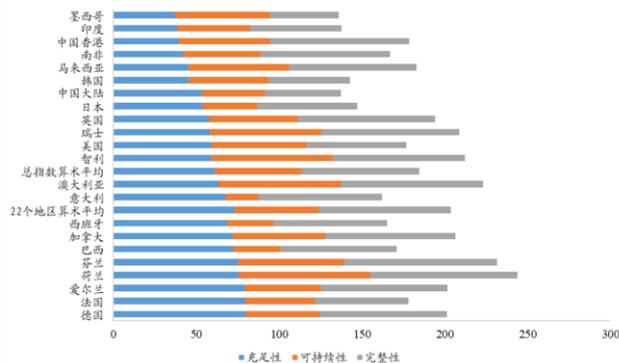
的地区为荷兰，芬兰和澳大利亚，排名最后三位的地区分别是中国大陆，墨西哥和印度。

图5、2018 墨尔本美世全球养老金指数



资料来源：Mercer，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2018 墨尔本美世全球养老金指数分指数值



资料来源：Mercer，兴业证券经济与金融研究院整理

美国、英国、瑞典、荷兰、日本、加拿大和澳大利亚是全球的七大养老金市场，合计资产规模为 36.6 万亿美元，占上述 22 个国家总和的 91%。我们选取其中的美国、荷兰、日本、加拿大和澳大利亚，对其养老金体系的发展过程进行梳理；此外，我们再选取挪威——世界上最适合养老的国家、韩国——亚洲地区的发达经济体、智利——非“三支柱”模式的强制性个人养老金制度这 3 个国家，一并对其养老金体系发展过程进行梳理。

表 3、养老保险体系发展

国别	养老保险体系	发展历程
荷兰	荷兰的养老保险体系由基本国家养老金、职业养老金和私人养老金构成	1957 年 1 月 1 日《一般养老金法案》创立，基本国家养老金（AOW）由此在荷兰国内全面实施，它是一种建立在缴费基础上的，介于纯国家福利性质和商业性质之间的强制型保险计划。1952 年荷兰颁发的《养老金和储蓄基金法案》就对养老金制度的第二和第三支柱进行了规定。2007 年 1 月 1 日，《养老金法案》生效，并取代 1952 年的法案，职业养老金是荷兰养老金制度中最大的支柱，是一种半强制参与的养老保险计划。私人养老金作为荷兰养老保险体系的第三支柱，多由自由职业者及行业里没有集体养老基金的员工使用。
挪威	挪威的养老保险体系主要由全民保险计划，职业养老保险计划和个人自愿购买的商业养老保险计划构成	挪威在 20 世纪 30 年代就进行了许多社会福利立法，1948 年，挪威开始建立全民社会保障体系，并于 1967 年通过全民社会保障法。挪威现代养老保险体系从 1967 年 1 月 1 日建立强制性的全民保险制度开始，经历了一个以不断改革为显著特征的发展历程。鉴于挪威人口发展变化的老龄化趋势以及生活水平和消费水平的持续提高，挪威从 2001 年开始着手养老保险体系的改革，并为此成立了专门委员会。从 2006 年起，公营和私营部门均被要求强制参保职业保险养老计划。2009 年，以可持续性为核心的改革方案在议会通过，并于 2011 年开始实施，最大的调整是会把养老金支付的金额和整个职业收入进行挂钩。预计要到 2025 年这轮改革才能最终完成。
加拿大	加拿大的养老保险体系可划分为 3 个层次：1、老年保障金制度(Old Age Security, OAS)；2、加拿大养老金计划 / 魁北克养老金计划(CPP / QPP, Canada / Quebec Pension Plan)；3、私人储蓄养老金(Private	加拿大于 1927 年颁布了第一部养老保障立法——《养老金法案》，标志着加拿大养老保障制度的初步建立，但该法案条款较为简单，覆盖范围较小。20 世纪 30 年代的经济大萧条以后，加拿大进入了较长的通货膨胀期，降低了退休人员的实际待遇水平，影响了购买力，于是个人退休储蓄计划和雇主养老金计划应运而生。20 世纪 40 年代，加拿大政府引入的个人退休储蓄计划和雇主养老金

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

Saving, PS)包括雇主资助退休金计划和其他私人储蓄

计划都发展到相当成熟的阶段，它们的建立标志着加拿大养老保险制度第三支柱的形成。二战后，随着经济的逐步繁荣，人们对养老保障的需求也日益高涨。为此，加拿大政府不断推进养老保障制度改革，于1952年建立了老年保障金计划，于1966年建立了加拿大养老保险计划，并逐步加以完善，同时通过税收等优惠政策鼓励个人退休储蓄计划和雇主养老金计划发展。经过80多年的改革、完善与发展，加拿大的养老保障制度逐步走向了成熟与完善，在2001年加拿大的退休金制度被世界银行誉为全球典范。

美国的养老保险体系主要包括三个支柱：第一支柱是政府强制建立的社会保障计划，即美国社会保障信托基金（the Federal Old-aged and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds, OASDI），由养老遗属信托基金和残联保险信托基金两部分组成。第二支柱是政府和企业建立的雇主养老金计划，政府建立的雇主养老金计划为公共部门养老金计划（Public Sector Plans），由联邦、州、地方政府为其雇员提供；企业建立的雇主养老金计划为私人养老金计划（Private Pension Plans），由企业为其雇员提供，以401（K）计划为代表。第三支柱为个人自愿建立的个人退休金账户（Individual Retirement Accounts, IRAs）

美国于1935年制定并颁布了《社会保险法》，开始建立社会保障制度。1920年-1970年期间，美国初步建立了联邦政府雇员养老保险制度和企业养老保险制度，两种制度在不同的框架下运行，有一定的衔接机制，两种养老保险制度均采用“现收现付制”。1974年，美国国会通过《退休保障法》，同时修改了《国内税法》，规定所有养老基金账户一律免税，也就是对个人退休账户资金投资增值时的经营收入予以免税。同时，为了解决个人当年收入税申报问题，实施个人退休账户计划，简称IRA，给予其“延迟纳税”的税收优惠。1997年设立罗斯个人退休账户，与之前的传统IRA账户并行。经过40余年的发展，逐渐形成了美国的“三支柱”养老金体系。

澳大利亚是典型的三支柱养老金体系：第一支柱基础养老金是覆盖澳大利亚全体国民的基本养老金（age pension）；第二支柱补充养老金计划是雇主强制缴费的超级年金（superannuation guarantee）；第三支柱个人养老储蓄主要是自愿型超级年金（voluntary superannuation）；另外澳大利亚政府成立了澳大利亚未来基金作为储备养老金以应对未来可能出现的养老金支付缺口，缓解财政压力。这四个部分共同构成了澳大利亚现代养老金体系。

澳大利亚养老金第一支柱是政府向所有公民提供的基本养老金（age pension），最早可以追溯到1909年。澳大利亚的年金历史最早可以追溯到19世纪。在19世纪中期，一些从事公共服务人员和白领阶层获得作为员工福利的养老金。20世纪80年代，澳大利亚总工会和澳大利亚政府达成协议，雇主将每年工资上涨3%的部分转为缴纳到雇员的养老金账户。1992年，澳大利亚政府推出超级年金保障法（1992 Superannuation Guarantee Act），正式确立保障型超级年金作为三支柱养老金体系中的第二支柱。2014年，澳大利亚政府引入Mysuper账户作为雇员默认的超级年金账户选项，要求所有默认选项的超级年金缴费和投资必须在Mysuper账户中进行。澳大利亚超级年金覆盖所有的澳大利亚雇员以及自我雇佣者，由雇主强制进行缴费，现行的缴费费率为9.5%。自愿缴纳超级年金虽然在澳大利亚可以追溯到上世纪中期，但澳大利亚早期的超级年金都是由雇主自愿建立的，因此并不能划归到现代意义上的第三支柱。直到1992年超级年金法案将超级年金确定为强制缴纳，保障型超级年金（superannuation Guarantee）和自愿型超级年金（voluntary superannuation）才分别构成了澳大利亚养老金体系的第二支柱和第三支柱。澳大利亚未来基金资产最早来源于2006年澳大利亚政府的财政盈余和出售Telstra通讯公司三分之一股份所得的180亿澳元。2007年澳大利亚政府又将价值89亿澳元的17%Telstra股份划拨到基金。截至2017年6月30日，未来基金累计规模达到1335亿澳元。

韩国的养老保险体系由4支柱构成。第零支柱为基本养老金计划”（BOAPS），第一支柱为国民养老金、特殊职业养老金，第二支柱为退休

韩国公立的养老金制度起源于1960年实行政府公务人员养老金制度，覆盖范围包括政府公务员、警察和司法人员；随后在1963年开始实行军事人员养老金制度，覆盖范围包括任期内的军事人员；1973年12月韩国颁布了《国民福利养

津贴制度、企业年金、个人退休养老金计划，第三支柱为个人养老金计划。

老金法》，当时只适用于公务员和教师；1975年实行私立学校教师养老金制度，覆盖范围包括全体私立学校教师；1988年韩国实行国民养老计划(National Pension Scheme, NPS)，覆盖范围包括全体雇员和自营职业者。1995年起实施了农渔民养老保险制度，覆盖从事农业和渔业的从业人员；1999年NPS覆盖到了全体劳动者。至此，韩国通过分阶段、分步骤逐步将养老保险制度实现了全覆盖。为了保障低收入家庭的收入稳定，2007年启动NPS改革时，专门还补充导入了“基本养老金计划”(BOAPS)。应该说，韩国的公立养老金制度是韩国养老保险制度的基石，为构建韩国的社会保障体系奠定了重要的基础。在韩国的私人养老金制度中，退休津贴制度迄今已有50年历史，2005年《雇员退休收益保障法案》(Employment Retirement Benefit Security Act, ERBSA)的颁布开启了韩国企业年金的时代，自愿性的企业年金计划成为退休津贴的替代性选项。2005年颁布的ERBSA规定当雇员规模在30人以下时，雇主可以为雇员提供个人退休账户(Individual Retirement Account, IRA)以替代企业年金计划，其管理模式与DC型计划相同。2012年ERBSA修订，变化之一是引入了个人退休计划(Individual Retirement Pension, IRP)，已加入企业年金计划的雇员，以及自雇人士，都可以建立IRP进行缴费，此外10人以下企业的雇主可以为雇员提供IRP以替代企业年金计划。1994年开始，韩国对个人养老计划(Private Pension Scheme, PPS)实行优厚的免税政策，使其成为一种补充养老金收入的储蓄型工具。

日本

目前日本养老保险体系已经形成完整的三支柱体系：第一支柱是日本国民的基础养老保险，即国民年金制度，是20-60岁的公民强制加入的无差异的年金；第二支柱包括厚生年金和共济年金两部分，分别以私营公司职员和公务员、私营学校教员为对象；第三支柱是个人或企业选择加入的非强制性养老保险，比如国民年金基金、适格退职养老保险、个人确定缴费年金制度等

日本第一个养老保险制度出现在1890年，主要是针对军人建立的。随后养老保险制度范围扩大到公务员。1942年日本才真正引入现代的俾斯麦型养老保险制度。由于二战影响，在战争中，整个日本面临严重的经济社会问题，日本政府启动了社会救助计划帮助贫困人群。经过短暂的困难时期，到1954年日本重建了养老保险制度。1961年，日本将所有无单位归属的成人居民纳入国民年金制度，形成了“国民皆年金”的基本养老保险格局。1961年第二支柱的养老金计划得以建立，根据法律的规定，第二支柱的职业养老金要求参保人必须强制性参保，如果参保人将加入到第二支柱的养老金系统，就没有必要向基本国民年金缴费。在第二支柱的第二计划是可选择的补充养老金，这个养老金建立在缴费确定性模式上，该计划在1967年就得以建立。在1985年的改革中，日本重新整合了养老保险制度体系。首先整合了公务员养老金与职业养老金；其次建立了最低养老金保证计划，也就是国民基本养老金计划。

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2、全球养老基金资产状况

2.1、养老金资产规模及增长

根据OECD官网公布的信息，美国、英国、加拿大是世界上养老基金规模最大的国家，2017年分别为281,690亿、29,033亿和26,364亿美元；同年，上述三国养老基金GDP占比分别为145.3%、105.3%和154.7%。

图7、前十大国家养老投资资金规模

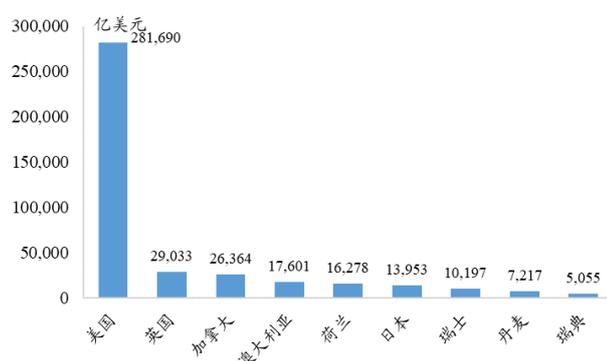
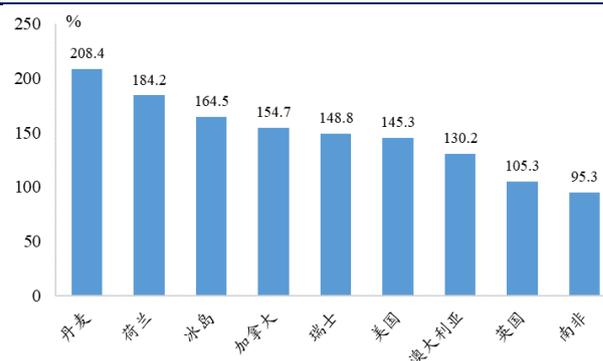


图8、前十大国家养老金资产 GDP 占比



资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

*注: 养老金为公共及个人部分加总值 (total investment of providers of funded and private pension arrangements)

表 4、2017 主要国家养老金规模及 GDP 占比

经济发展水平	洲际	国家或地区	养老金资产规模 (亿美元)	总资产占 GDP 比重 (%)
发达国家或地区	北美洲	美国	281,690	145.3
		加拿大	26,364	154.7
	大洋洲	澳大利亚	17,601	130.2
	北欧	芬兰	1,624	60.5
		瑞典	5,055	90.2
		挪威	421	10.5
		丹麦	7,217	208.4
		冰岛	403	164.5
	西欧	荷兰	16,278	184.2
		英国	29,033	105.3
		法国	2,783	10.1
		爱尔兰	1,266	35.9
		比利时	409	7.8
	中欧	奥地利	268	6.0
		瑞士	10,197	148.8
		德国	2,707	6.9
	南欧	意大利	2,009	9.8
		西班牙	1,894	13.6
		葡萄牙	264	11.4
	亚洲	日本	13,953	28.8
韩国		4,859	30.1	
中国香港		1,483	43.5	
以色列		2,150	59.0	
新加坡		2,684	80.2	
发展中国家或地区	非洲	南非	3,030	95.3
	亚洲	印度尼西亚	188	1.9

	中国大陆	1,978	1.6
	印度	235	1.0
	巴西	4,876	24.6
拉丁美洲	智利	2,105	72.0
	墨西哥	1,856	16.9

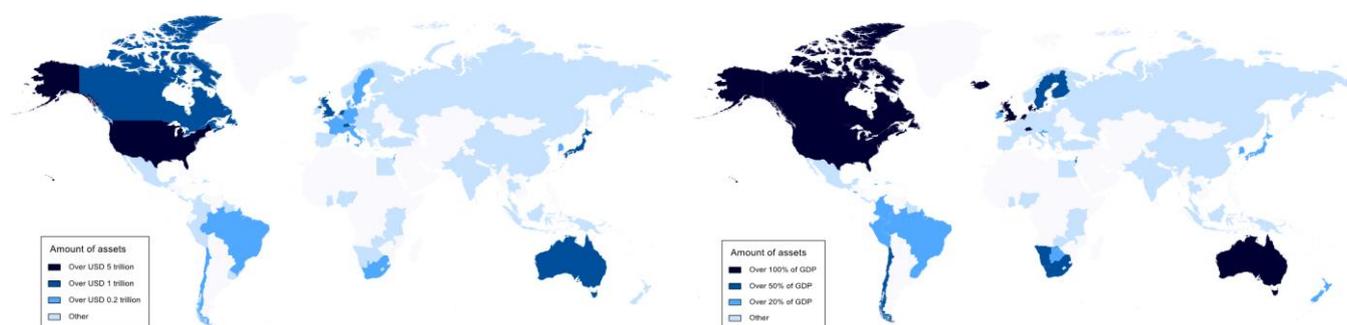
资料来源：OECD，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：印度、南非为 2016 年数据

经济合作与发展组织，简称经合组织（OECD），是由 36 个市场经济国家组成的政府间国际经济组织。根据 OECD 官网信息，2017 年全球养老金规模超过 1 兆美元的有美国（28.2 兆）、英国（2.9 兆）、加拿大（2.6 兆）、澳大利亚（1.8 兆）、荷兰（1.6 兆）、日本（1.3 兆）、瑞士（1.0 兆）七个国家。同期，养老金 GDP 占比超过 100% 的国家有八个，均为 OECD 成员国，且均为发达经济体，分别为：丹麦 208.4%、荷兰 184.2%、冰岛 164.5%、加拿大 154.7%、瑞士 148.8%、美国 145.3%、澳大利亚 130.2%、英国 105.3%。养老金规模 Top7 的国家中，除日本外，其余国家该占比均超过 100%。36 个 OECD 成员国的加权平均占比为 134.0%，算术平均占比为 51.0%，中位数占比为 21.7%，分别比主要的非经合组织成员国高出 92.3、31.0 和 10.1 个百分点。

图9、2017 年世界主要国家养老金资产规模

图10、2017 年世界主要国家养老金资产 GDP 占比



资料来源：OECD，兴业证券经济与金融研究院整理

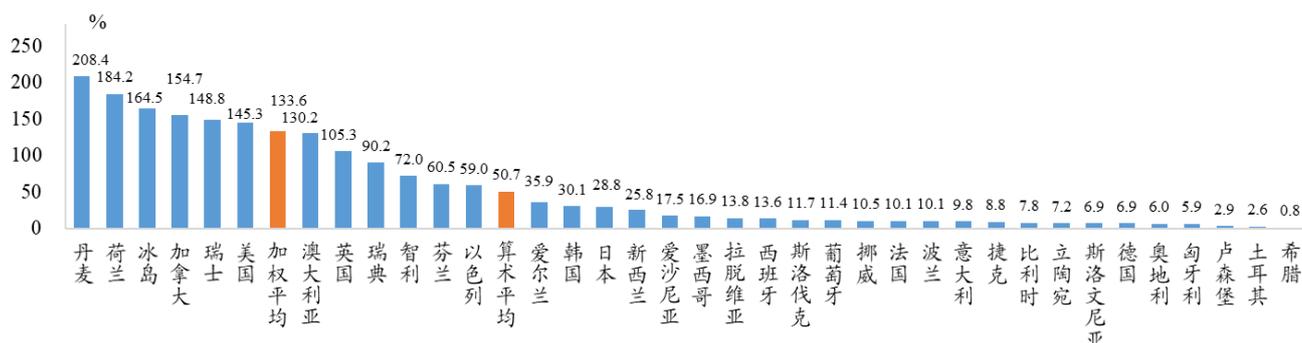
注：区域颜色由深到浅分别表示：超过 5 兆美元，1 至 5 兆美元、0.2 至 1 兆美元、0.2 兆美元以下

*注：印度、马尔代夫、列支敦士登、南非、乌干达、苏里南为 2016 年数据；赞比亚、巴基斯坦为 2015 年数据；博茨瓦纳、直布罗陀、巴布亚新几内亚为 2013 年数据；莱索托、特立尼达和多巴哥为 2012 年数据；其余皆为 2017 年数据；下同

资料来源：OECD，兴业证券经济与金融研究院整理

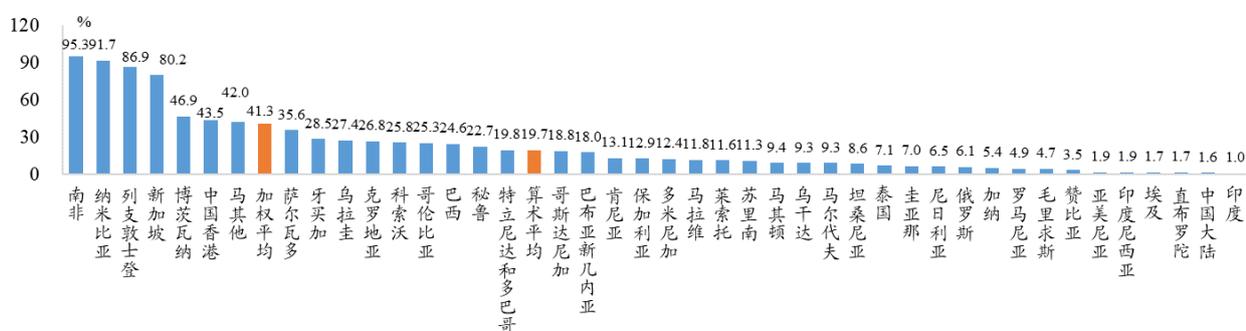
注：区域颜色由深到浅分别表示：超过 100%、50%至 100%、20%至 50%、20%以下

图11、2017年 OECD 国家及地区养老金资产规模 GDP 占比



资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

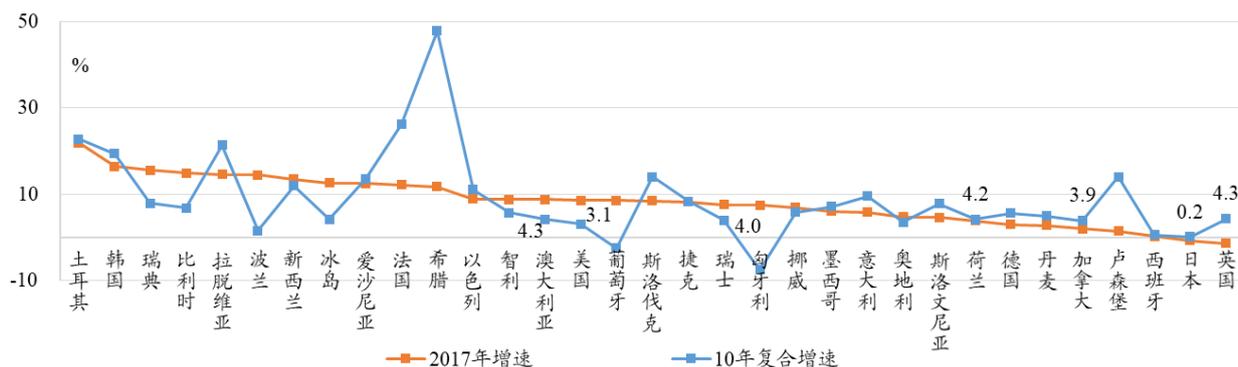
图12、2017年主要非 OECD 国家及地区养老金资产规模 GDP 占比



资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

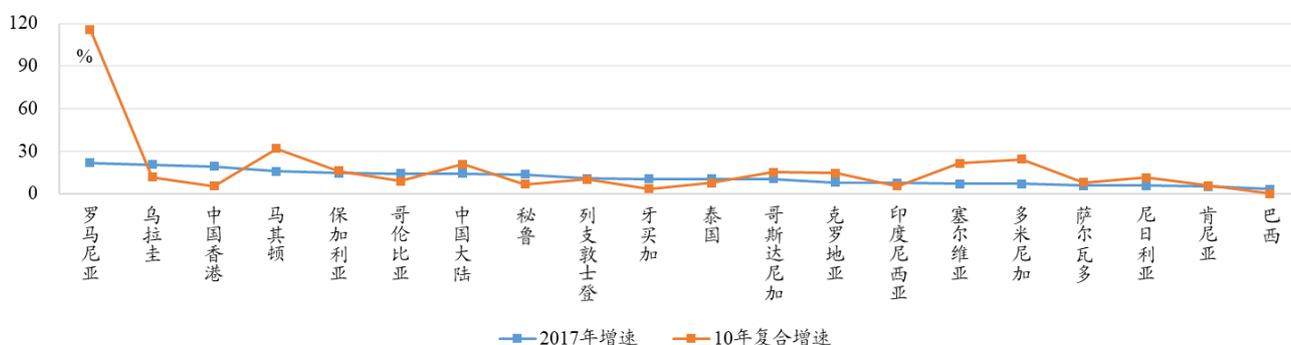
从养老金资产增长率来看, 2007 至 2017 年十年年复合增速超过 20% 的 OECD 国家有: 希腊 47.8%、法国 26.2%、土耳其 22.8%、拉脱维亚 21.3%; 非 OECD 国家有: 罗马尼亚 115.7%、马其顿 31.8%、多米尼加 24.4%、塞尔维亚 21.5%、中国大陆 21.0%, 均为养老金 GDP 占比低于 20% 的国家。养老金规模最大的七个国家近十年来养老金规模增速则保持较低水平, 其中, 美国 2017 年 GDP 同比增长 2.2%, 养老金规模增速近十年来为 3.1%、澳大利亚 2017 年 GDP 同比增长 2.4%, 养老金规模增速近十年来为 4.3%、瑞士 2017 年 GDP 同比增长 1.6%, 养老金规模增速近十年来为 4.0%、荷兰 2017 年 GDP 同比增长 2.9%, 养老金规模增速近十年来为 4.2%、日本 2017 年 GDP 同比增长 0.8%, 养老金规模增速近十年来为 0.2%、加拿大 2017 年 GDP 同比增长 1.3%, 养老金规模增速近十年来为 3.9%、英国 2017 年 GDP 同比增长 1.8%, 养老金规模增速近十年来为 4.3%。

图13、OECD 国家及地区养老金资产规模增速



资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

图14、主要非 OECD 国家及地区养老金资产规模增速



资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、养老金资产配置、收益及支出

从养老金资产配置来看, OECD 国家权益资产配置比例总体上高于非 OECD 国家, 固收类资产 (票据和债券、现金及存款) 配置比例则低于后者。权益类资产配置比例总体上和所在国金融市场发展水平、风险偏好程度呈正比。在养老金资产 Top7 国家中, 澳大利亚资产配置较为激进, 2017 年权益资产占比 58.2%; 固收类占比仅为 16.0%; 荷兰、瑞士、加拿大的权益类资产配置均介于 30% 至 35%; 日本则低于 15%。此外, 美国和英国单独披露了集体投资计划基金 (CIS), CIS 在两国养老金投资的占比均在 30% 左右。

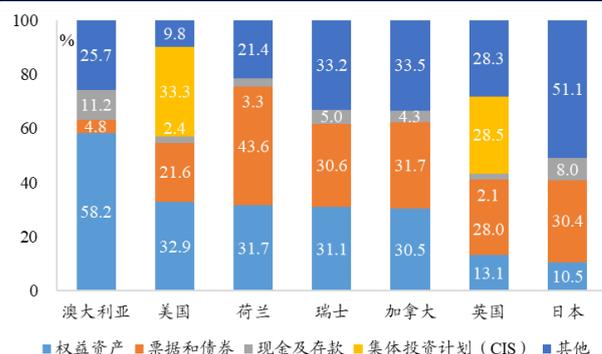
“其他”类别包括贷款、土地和建筑物、未分配的保险合同 (unallocated insurance contracts)、对冲基金、私募股权基金、结构化产品、其他共同基金 (即不投资于股票、票据和债券或现金和存款) 和其他投资。“其他”类别在澳大利亚的资产配置中占比 25.7%, 高于票据及债券、现金和存款的配置, 这主要是由“其他”类别中的土地、建筑物和设备 (合计占总资产的 7%) 以及在 life office reserves 中的净权益 (合计占总资产的 6%) 导致的。“其他”类别在日本的资产配置中占比 51.1%, 远高于其他 3 类资产, 这主要是由对证券的对外投资 (合计占总资产的 26%) 导致的。

我们选取 2017 年养老金规模前 7 的国家中的美国、澳大利亚、荷兰、加拿大和日本（英国和瑞士由于某几年数据缺失而未选取）为样本，计算养老金股票投资与股票市值的比值。2008 年，上述国家养老金股票投资金额占全球股票市值比重为 25.06%。2016 年比重下降较多至 14.72%，随后 2017 年又开始缓慢上升，占比 14.86%。养老金资金为市场注入长期稳定的增量资金，有利于改善资本市场的投资者结构，引导偏短期、多投机性的投资风格。从全球市场来看，养老金入市能够起到稳定股市的作用。

图15、养老金规模前 5 国家股票投资金额占全球股票市值比



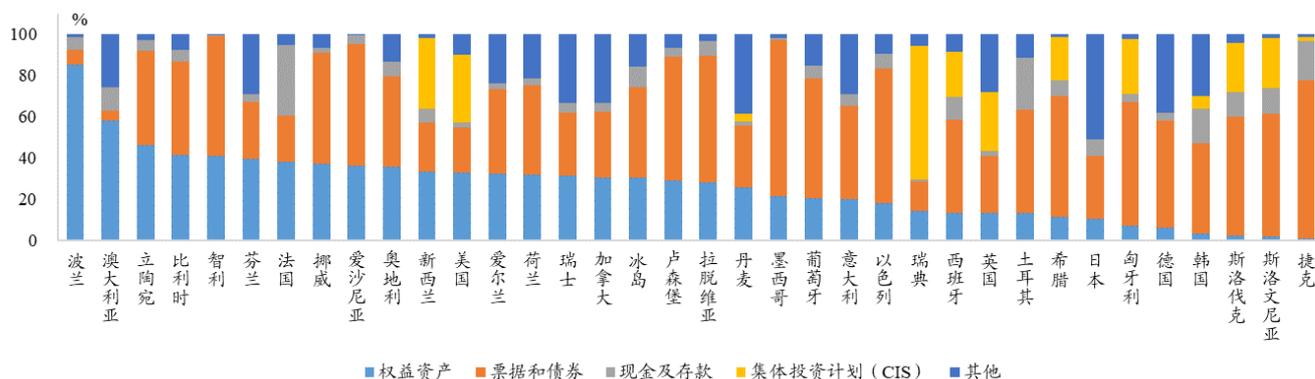
图16、2017 年养老金规模 Top7 国家资产配置



资料来源: OECD, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

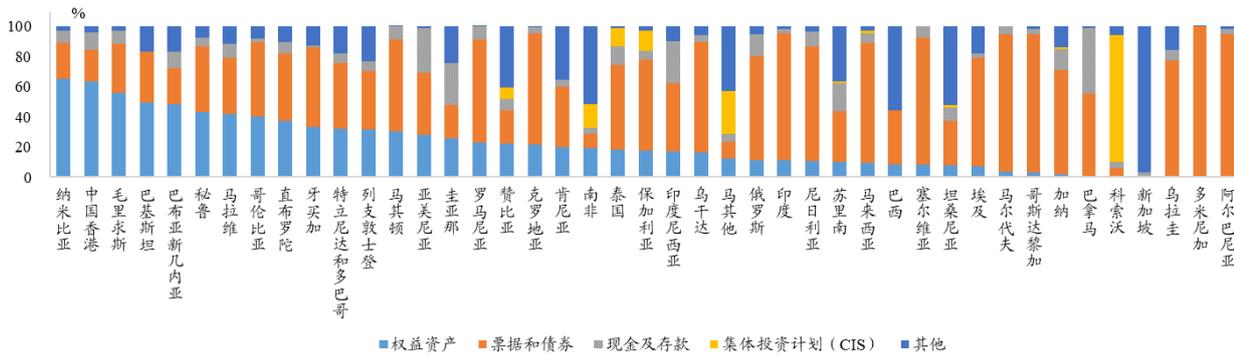
图17、2017 年 OECD 国家及地区养老金资产配置



资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

*注: CIS 仅部分国家披露, 不披露 CIS 者不代表无此项计划, 而是将 CIS 内部资产构成拆分至其他四类资产类别中, 下同

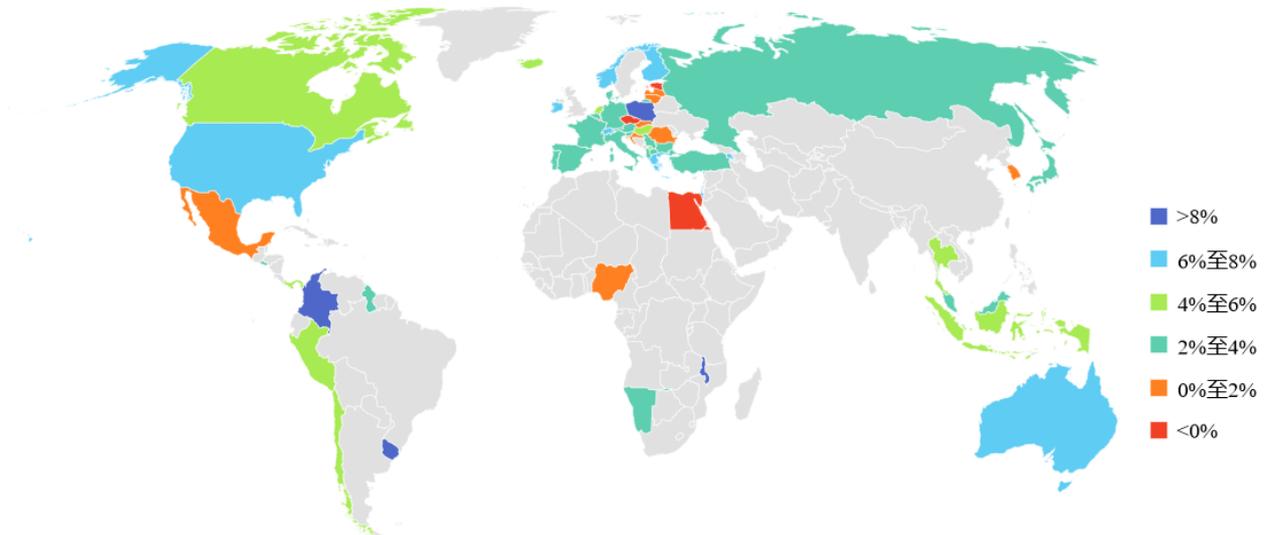
图18、主要非 OECD 国家及地区养老金资产配置



资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

2017 年这一年, 全球养老金资产实际投资回报率 (Real investment rates of return of pension assets) 最高的地区为中国香港 20.2% (仅指香港强积金 MPF schemes 的数据), 实际投资回报率高于 8% 的还有: 马拉维 17.8%、波兰 14.5%、乌拉圭 13.4%、哥伦比亚 8.8%。在 Top7 市场中, 美国和澳大利亚的投资收益率表现出众, 2017 年分别为 7.5% 和 7.3%。日本与多数欧洲国家的总投资收益率则介于 2% 至 4%。

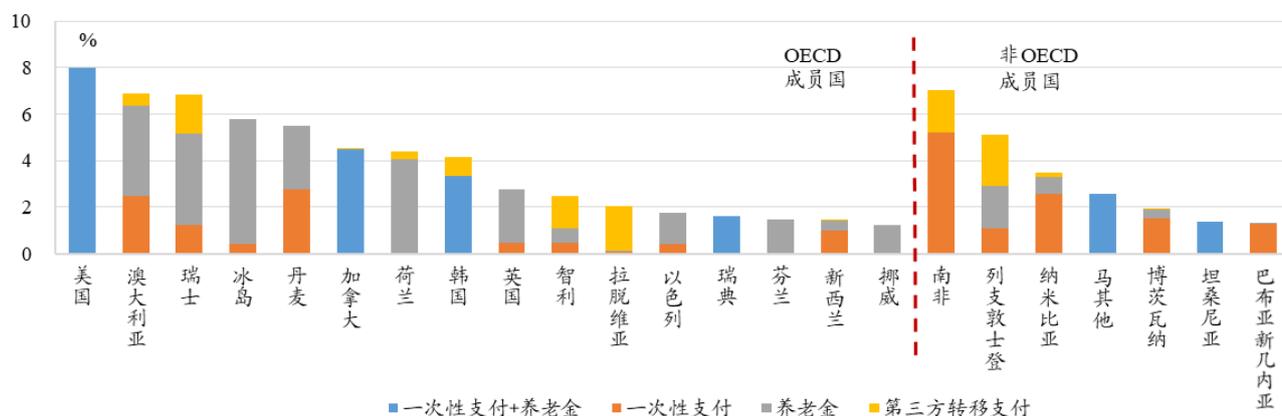
图19、2017 年各国养老金资产实际投资回报率 (扣除投资费用)



资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

从养老金补助的内部支出结构来看, 美国、加拿大不包含第三方转移支付, 美国 2017 年养老金支出在当年 GDP 中的比重为 8.0%, 在主要国家中居于首位。该指标高于 4% 的国家还有: 澳大利亚 6.9%、瑞士 6.8%、冰岛 5.8%、丹麦 5.5%、加拿大 4.5%、荷兰 4.4%、韩国 4.3%、南非 7.0%、列支敦士登 5.1%。

图20、2017年养老金支出占GDP之比



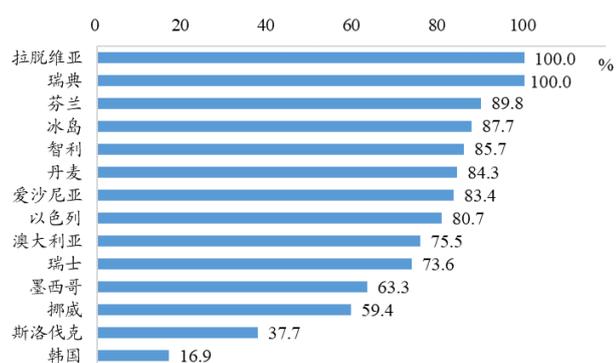
资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

*注: 美国、加拿大、韩国、瑞典、马其他、坦桑尼亚仅披露“一次性支付+养老金”之和, 而不分别披露

2.3、养老金资产类别

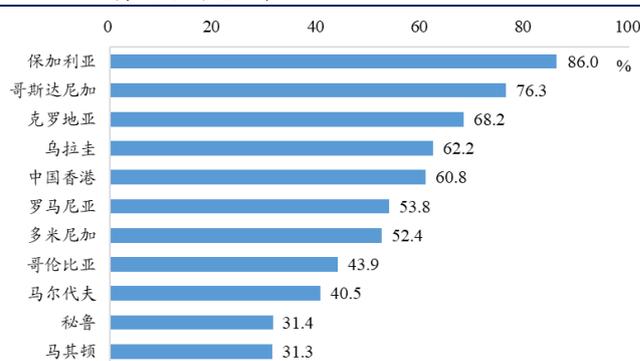
全部养老金计划分为强制性/准强制性养老金(Mandatory / Quasi-mandatory)、自动注册养老金 (auto-enrolment)、自愿型养老金 (Voluntary) 三种。2017年, 拉脱维亚和瑞典的强制性/准强制性养老金覆盖率(养老金覆盖人口占劳动年龄人口之比)达到100%。芬兰、冰岛、智利、丹麦、爱沙尼亚、以色列、保加利亚该比率高于80%。同期, 韩国的强制性/准强制性养老金覆盖率仅为16.9%。

图21、部分 OECD 成员国 2017 年强制性/准强制性养老金覆盖率



资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

图22、部分非 OECD 国家或地区 2017 年强制性/准强制性养老金覆盖率

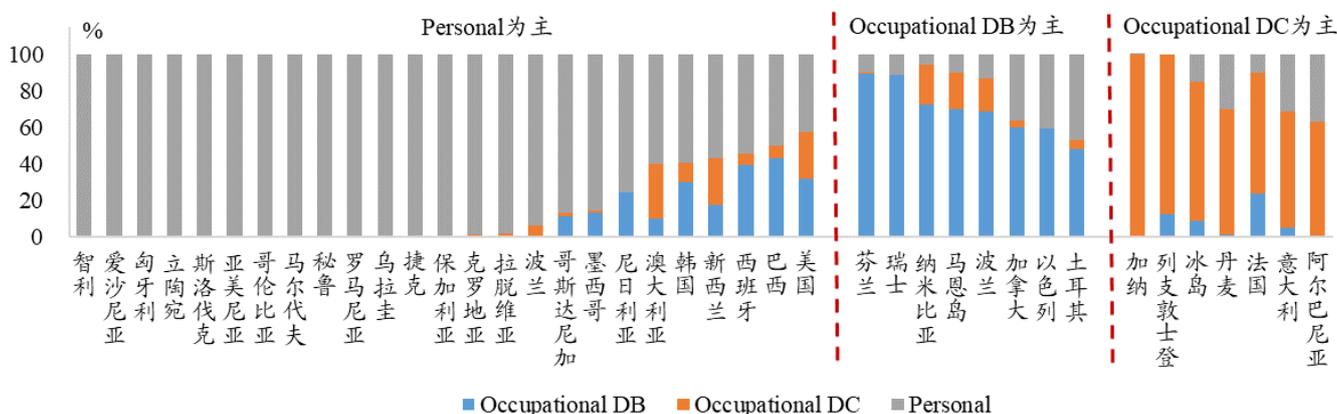


资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

在企业年金和商业型养老金方面, 将养老金资产按照对应的养老金类别——待遇确定型年金 (Occupational DB)、缴费确定型年金 (Occupational DC)、个人年金 (Personal) 进行划分, 可知芬兰、瑞士、波兰、加拿大以 DB 为主, 2017年 DB 计划资产占比分别为 89.4%、89.1%、68.9%和 60.1%; 冰岛、丹麦、法国、意大利以 DC 为主, 2017年 DC 计划资产占比分别为 76.6%、69.1%、66.5%和 64.2%; 智利、捷克、斯洛伐克等国的 Personal 计划资产占比 100%, 澳大利亚、韩国、新

西兰、西班牙、巴西也以 Personal 为主，2017 年 Personal 计划资产占比分别为 59.8%、59.1%、57.0%、54.2%和 50.2%。美国三类计划的资产占比较为均衡，2017 年 DB 占比 32.1%、DC 占比 25.7%、Personal 占比 42.1%。

图23、2017 年各国养老金资产结构按养老金类别



资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

3、我国养老金投资范围有望拓宽

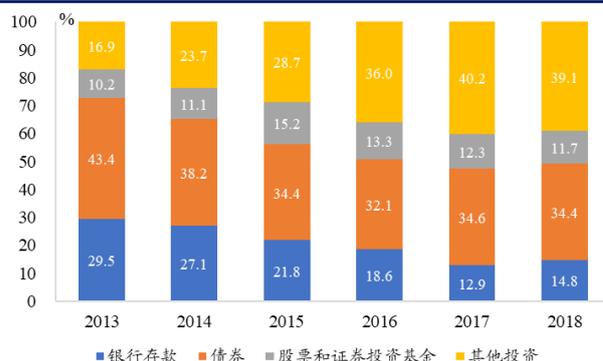
2018 年以来,我国 10 年期国债到期收益率从 2018 年 1 月的 3.90%一路下行,2019 年 3 月降至 3.06%的低点,下行幅度超过 80BP,继而开始小幅上升。目前,十年期国债收益率在 3.20%左右。2013 年保险行业资金有 72.9%投资于固定收益类资产,2013-2018 这 5 年间固收类资产的配置资金比例逐渐下降,但是仍旧占据保险行业资金配置的大部分。十年期国债收益率走势对保险资金的投资收益十分重要。

图24、十年期国债收益率



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图25、保险业资产配置比例



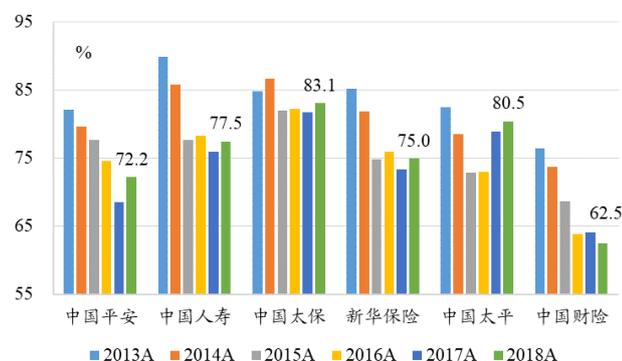
资料来源: 银保监会, 兴业证券经济与金融研究院整理

上市险企投资资产主要分为固定收益类投资、权益类投资、现金及现金等价物、投资性物业四大类,并以前两者为主。固定收益类投资分为债券类投资和定期存款两大类,一直是各险企最主要投资资产,2013 至 2018 年,主要险企固定收益

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

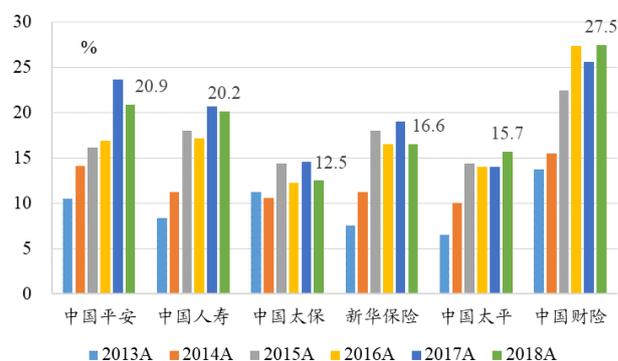
类资产占比虽呈现下降趋势，但占比仍然很高。

图26、主要险企历年固定收益类投资占比



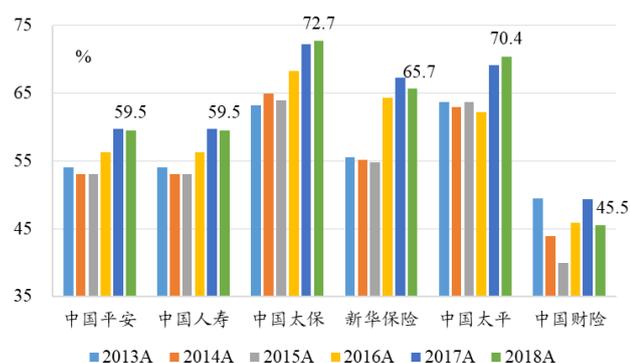
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、主要险企历年权益类投资占比



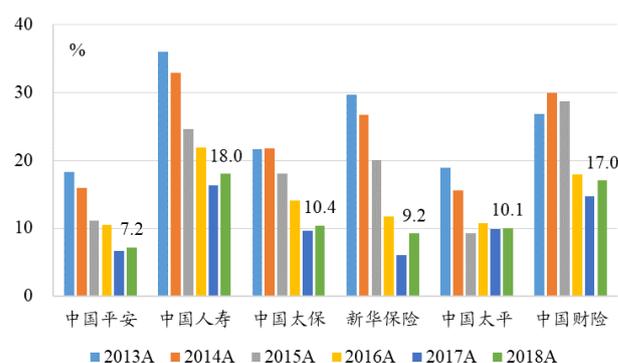
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、主要险企历年债券类投资占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、主要险企历年定期存款投资占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

相较于保险公司的保险资金，我国国家基本养老保险和企业年金资金从资金的投资范围和投资比例上都做了具体的规定。养老基金严格的投资规定使固定收益类产品占比很高，在人口老龄化越来越突出、利率下行的大环境下，应当更加关心如何优化养老金的资金配置从而提高投资收益。

图30、养老保险资金投资范围发展历程



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、我国现行养老基金投资规定

	投资范围	比例限制
基本养老保险	银行活期存款，一年期以内（含一年）的定期存款，中央银行票据，剩余期限在一年期以内（含一年）的国债，债券回购，货币型养老金产品，货币市场基金	合计不得低于养老基金资产净值的 5%
	一年期以上的银行定期存款、协议存款、同业存单，剩余期限在一年期以上的国债，政策性、开发性银行债券，金融债，企业（公司）债，地方政府债券，可转换债（含分离交易可转换债），短期融资券，中期票据，资产支持证券，固定收益型养老金产品，混合型养老金产品，债券基金	合计不得高于养老基金资产净值的 135%。其中，债券正回购的资金余额在每个交易日均不得高于养老基金资产净值的 40%
	股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品	合计不得高于养老基金资产净值的 30%
	国家重大项目和重点企业股权	合计不得高于养老基金资产净值的 20%
企业年金	银行活期存款，中央银行票据，债券回购等流动性产品以及货币市场基金	不得低于投资组合企业年金基金财产净值的 5%，投资债券正回购的比例不得高于投资组合企业年金基金财产净值的 40%
	银行定期存款、协议存款、国债、金融债、企业（公司）债、短期融资券、中期票据、万能保险产品等固定收益类产品以及可转换债（含分离交易可转换债）、债券基金、投资连结保险产品（股票投资比例不高于 30%）	不得高于投资组合企业年金基金财产净值的 95%。
	股票等权益类产品以及股票基金、混合基金、投资连结保险产品（股票投资比例高于或者等于 30%）	不得高于投资组合企业年金基金财产净值的 30%

资料来源：《基本养老保险基金投资管理办法》、《企业年金基金管理办法》，兴业证券经济与金融研究院整理

20 世纪 80 年代，专业性养老金管理公司率先在拉丁美洲十几个国家成立，随之在全球化养老基金投资浪潮中，占有越来越重要的市场地位；中国香港强积金的正式运转和澳大利亚超年金取得的业绩也证明了养老金管理公司的重要作用。中国养老资产管理行业发展空间巨大，随着养老保险制度改革的加快，养老金市场

空间巨大，养老金管理公司在未来会有很大的用武之地

2015年11月建信养老金管理公司成立，作为国内第一家“试点”养老金管理公司，引起广泛关注。2016年底，国务院办公厅印发《关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》提出稳步推进养老金管理公司试点，按照国家有关规定积极参与养老金管理相关业务，做好相关受托管理、投资管理和账户管理等服务工作，为养老金管理公司的蓬勃发展打开制度之门。2019年7月20日，国务院金融稳定发展委员会办公室发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，其中“允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司”这一举措有利于增加主体类型，增强市场活力，引入成熟养老金管理经验，提升养老金投资管理水平。下一步，银保监会将推动完善相关法律法规，并继续采取成熟一家、批准一家方式，会同相关部委共同做好养老金管理公司许可准入工作。

4、风险提示

保险公司发展面临以下风险：1) 资本市场波动；2) 保费收入不达预期；3) 保险行业政策变动风险；4) 公司经营风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”)在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

【有关财务权益及商务关系的披露】

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团(控股)有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券(控股)有限公司、百应租赁控股有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。