

德国养老金都投些什么？ ——养老金系列之二

■ 证券研究报告

分析师 陈兴

SAC 证书编号: S0160523030002
chenxing@ctsec.com

分析师 谢钰

SAC 证书编号: S0160523080003
xieyu01@ctsec.com

相关报告

1. 《美联储降息，会拉动多少出口？——出口有作为系列之一》 2024-11-02
2. 《降息虽至，美债利率还要走高？》 2024-10-25
3. 《美国养老金都投些什么？——养老金系列之一》 2024-10-11

核心观点

德国作为现代社会保险制度的发源地，其养老保障体系在全球范围内具有典范意义，此外，德国居民投资偏好及高度依赖第一支柱养老保障等方面与中国有诸多共性。那么，德国养老体系是如何演变的？养老资金主要配置在哪类资产？养老金融产品又有何特色呢？

- ❖ **德国养老金体系的雏形是什么？** 1889 年德国《伤残和老年保险法》的实行标志着德国养老保险制度建立，其由**强制性法定养老金的第一支柱、企业补充养老金的第二支柱以及个人自愿养老金的第三支柱**构成。但是由于第一支柱法定养老金包揽了过多的养老保障责任，1999 年时，德国退休人员总收入中 85% 的比例来自第一支柱法定养老保险，**德国养老金三支柱模式比例失衡**，企业补充养老金和个人自愿养老金均未发挥其应有的作用。
- ❖ **三支柱如何演化为三层次？** 经过 **2001 年里斯特改革和 2004 年吕库普改革**，德国养老金体系开始进入了“**三层次模式**”。三层次模式根据保险产品的可利用性差异和税收政策进行分类，**第一层次是享受政府税收优惠政策的基本养老金，第二层次是享受政府税收优惠的补充养老金，第三层次是个人自愿养老金**。改革后，企业补充养老保险和个人养老保险的补充性保障地位更加凸显，2019 年德国 65 岁以上老人的收入中，来自第一层社保养老金、第二层享受税收优惠的企业年金和里斯特养老金、第三层个人自愿储蓄性养老保险的占比分别为 61%、22% 和 17%，**德国公共养老金负担得到缓解**。
- ❖ **德国养老金配置哪类资产？** 1) 第一层次核心法定养老金的资金来源主要包括雇主和雇员缴纳的保险费和**国家财政补贴**，**保障资金几乎不参与市场投资**；**吕库普养老金有三类产品，配置资产各不相同**；**特定职业养老资金主配债券和股票**。2) 第二层次中职业养老金供款大部分由雇主全额资助，里斯特养老金资金来源于个人缴费和政府补贴。**不同类型职业养老金产品根据收益要求不同，资金投资风格各异**。3) 非税优个人养老金完全由个人自愿支付，投资产品选择反映投资者的风险偏好。整体来看，**德国家庭整体偏好低风险产品，养老金资产主要投资于债权类资产**。
- ❖ **德国养老金融产品有何创新？** 首先，住房里斯特作为一种特别的个人养老金投资产品，既符合里斯特养老金产品的标准，又能与普通购房储蓄贷款合同配合，帮助居民为长期居所筹集资金。**其次**，长期护理保险在德国为全民强制性保险，分为社会和私人长期护理保险，几乎覆盖所有德国居民，社会长护险占主导地位。**最后**，德国寿险业的投资收益率表现突出，在德国养老保障体系中占据重要地位，以年金和养老金保险为主，资产配置集中于固定收益类投资，展现出较强的稳定性和抗波动能力。

风险提示：经济恢复不及预期，历史经验失效。

内容目录

1 德国养老金体系的雏形是什么?	4
2 三支柱如何演化为三层次?	8
3 德国养老金配置哪类资产?	17
4 德国养老金融产品有何创新?	24

图表目录

图 1. 德国养老体系的三支柱模式	4
图 2. 德国国家法定养老金领取细则	5
图 3. 德国养老金第一支柱中法定养老保险的参保比例	5
图 4. 德国职业养老计划参与人数与普及率	6
图 5. 德国养老金第二支柱类的不同模式	6
图 6. 德国不同类型职业养老金的合同数量占比	7
图 7. 德国养老金第三支柱结构	7
图 8. 1999 年德国三支柱养老金结构	8
图 9. 德国老年人抚养比和女性生育数	8
图 10. 德国与其他国家养老金支付压力 (%)	9
图 11. 德国里斯特养老金改革目标	10
图 12. 德国里斯特养老金细则	11
图 13. 里斯特养老金财政补贴和税收减免数额 (亿欧元)	11
图 14. 里斯特养老金财政补贴和税收减免受益人数情况	11
图 15. 德国里斯特养老金合同数量 (万份)	12
图 16. 德国吕库普改革内容	13
图 17. 德国不同情境下养老压力的变化 (%)	13
图 18. 德国养老金计算公式的变化	14
图 19. 里斯特和吕库普改革后法定养老保险缴费率变化 (%)	15
图 20. 德国吕库普养老金特征	15
图 21. 德国吕库普养老金合同数量 (万份)	16
图 22. 德国养老金三层次模式	17
图 23. 改革后德国三支柱养老金的分布	17

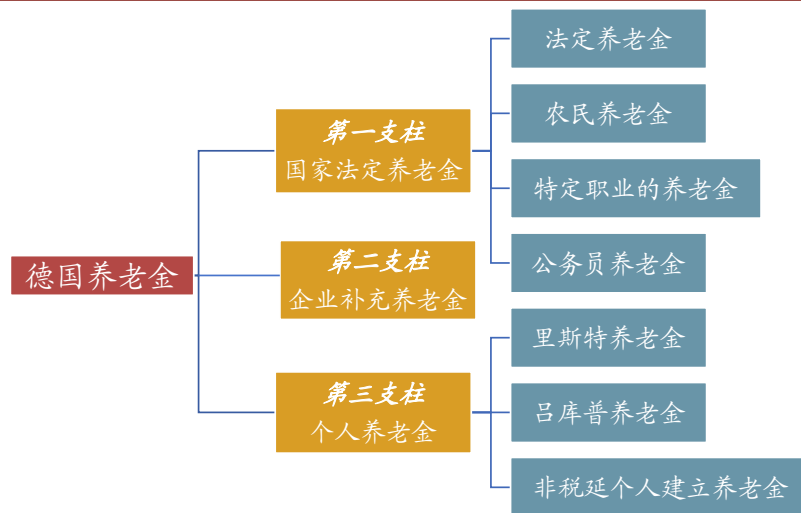
图 24. 改革后德国三层次养老金的分布	17
图 25. 德国法定养老保险资金来源	18
图 26. 吕库普养老金类型	19
图 27. 吕库普养老金投资回报率 (%)	19
图 28. 德国特定职业养老金资产配置结构	20
图 29. 不同类型企业养老金的资产配置	20
图 30. 里斯特计划可投资养老产品对比	21
图 31. 德国里斯特养老计划不同类型产品投资比例	22
图 32. 里斯特养老保险投资回报率 (%)	23
图 33. 德国里斯特养老计划参加人数和养老金合同数量	23
图 34. 德国家庭部门金融资产投资结构 (十亿欧元)	24
图 35. 德国养老金资产配置金额 (百万美元)	24
图 36. 德国养老金投资结构	24
图 37. 德国住房里斯特合同数量 (万份)	25
图 38. 德国社会长护险与私人长护险投保人数比例	26
图 39. 德国长护险不同服务类型受益人数 (万)	26
图 40. 德国社会长护险资金来源	27
图 41. 德国社会长护险收入与支出 (百万欧元)	27
图 42. 德国寿险业收益率与 10 年期国债收益率 (%)	28
图 43. 德国寿险产品结构	28
图 44. 德国人寿保险公司的资产配置结构	29
图 45. 德国人寿保险公司固收类资产投资结构	29

德国作为现代社会保险制度的发源地，其养老保障体系在全球范围内具有典范意义，此外，德国居民投资偏好及高度依赖第一支柱养老保障等方面与中国有诸多共性。那么，德国养老体系是如何演变的？养老资金主要配置在哪类资产？养老金融产品又有何特色呢？

1 德国养老金体系的雏形是什么？

德国养老金体系最早是“三支柱”模式。1889年，德国《伤残和老年保险法》的实行标志着德国养老保险制度建立，其由强制国民参加的法定养老金（第一支柱）、企业补充养老金（第二支柱）和个人自愿参与养老金（第三支柱）构成。**首先**，强制性法定养老金来自员工和一些特定自营职业者工资或收入的扣除缴纳，由政府管理、福利水平由州设定，该系统由州和联邦级别的公共公司管理。**其次**，企业补充养老金指企业为员工提供的补充养老保障，由雇员和雇主共同缴款，可以分为五类不同的模式，这些服务可能由特定雇主（单独或作为团体）或第三方提供商管理。**最后**，个人自愿养老金指的是个人自愿购买的私人产品，符合资格标准的产品计划可享受国家补贴。

图1.德国养老体系的三支柱模式



数据来源：于秀伟《从“三支柱模式”到“三层次模式”——解析德国养老保险体制改革》，财通证券研究所

国家法定养老金的覆盖群体较广。根据德国《社会法典》规定，几乎所有的雇佣劳动者及一些特定的独立经营者（自由教师、工匠、独立护理人员、艺术家等）均有义务参加法定养老金。此外，医生、律师、零售商等高收入者不属于义务参保人，但这部分群体年满16周岁均可自愿参保；低收入雇员不是义务参保人，但

也可以自愿参保。部分特定职业的群体有单独的养老保险计划，不参加法定养老金，例如公务员、法官和自谋职业的农业人员。

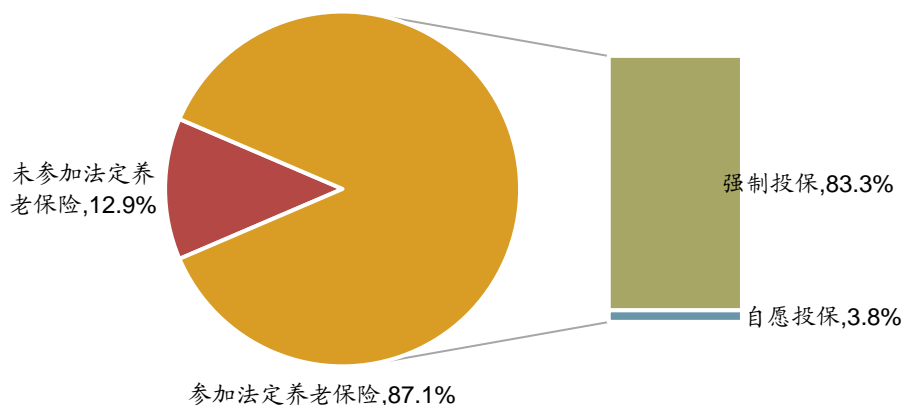
图2.德国国家法定养老金领取细则

细则类别	具体内容
领取人	被保险人或其遗属，被保险人包含几乎所有雇佣劳动者及一些特定的独立经营者（自由教师、工匠、独立护理人员、艺术家等）
领取条件	达到特定年龄限制且在工作时缴纳法定养老金费用，并满足某些个人要求和保险法资格标准
领取时间	养老金要求在 5 年的合格期后支付
领取年龄	到 2031 年，领取养老金的年龄将逐渐提高到 67 岁。67 岁的标准养老金年龄将适用于 1964 年或之后出生的人。在至少 35 年的保险期后，个体可以从 63 岁开始提前退休。保险期限至少为 45 年的超长个体可以提前退休。
领取金额	取决于投保年限和投保收入的金额，此外若推迟退休年龄将在法定退休年龄后每工作一个月产生 0.5% 的更高养老金累积。

数据来源：联邦劳动和社会事务部，财通证券研究所

法定养老保险实际参与度超九成。法定养老保险为绝大多数德国居民提供了老年生存保障，截至 2022 年末，德国约 87% 的劳动力参加了法定养老保险计划，其中八成以上的被保险人是强制投保，剩余小部分被保险人是自愿投保。实际上，这一数字低估了德国群众参加法定社会保障的范围，因为公职人员等养老金参与率并未包括其中，仅以私人方式提供养老服务的人也不包括在内，因此参加国家法定养老保险的人群或占到德国总人口的九成以上。

图3.德国养老金第一支柱中法定养老保险的参保比例

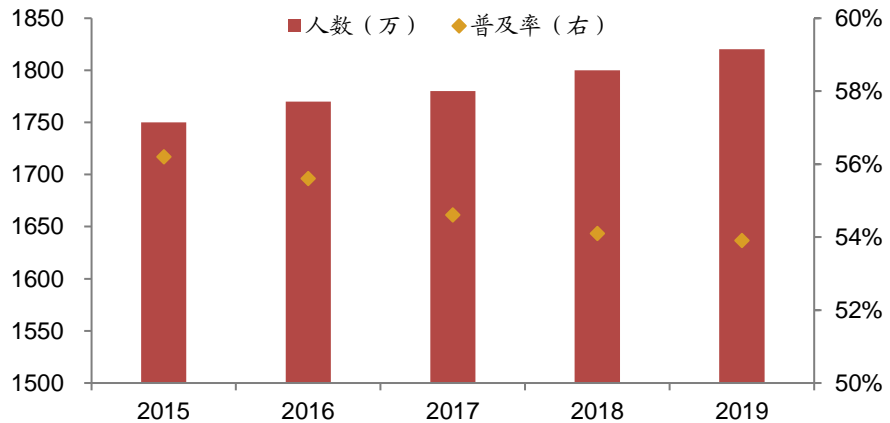


数据来源：德国联邦统计局，财通证券研究所，数据截至 2022 年末

德国职业养老金计划普及率过半。职业养老金或企业年金是企业为员工提供了一种福利待遇，2015-2019 年间，德国职业养老金计划的参与人数规模稳定上升，从 2015 年的 1750 万人增长至 2019 年的 1820 万人，参与普及率保持在 50% 以

上。截至 2023 年末，德国约有 1943 万人参与了职业养老金计划，而在银行和保险行业中，职业养老金计划最为普遍，行业内约 88% 的员工签订了公司养老金合同。

图4.德国职业养老计划参与人数与普及率



数据来源：Statista，财通证券研究所

企业补充养老金有五类不同模式。在德国，企业年金有直接承诺、援助基金、直接保险、退休保险和退休基金五种模式，由雇主单方面决定采用的具体模式。自 2002 年以来，德国职业养老金的参与人数占比稳定在劳动年龄人口的 58% 左右，已达到了较高的覆盖水平，截至 2022 年末，德国总的职业养老金合同达到 1650 万份。

图5.德国养老金第二支柱类的不同模式

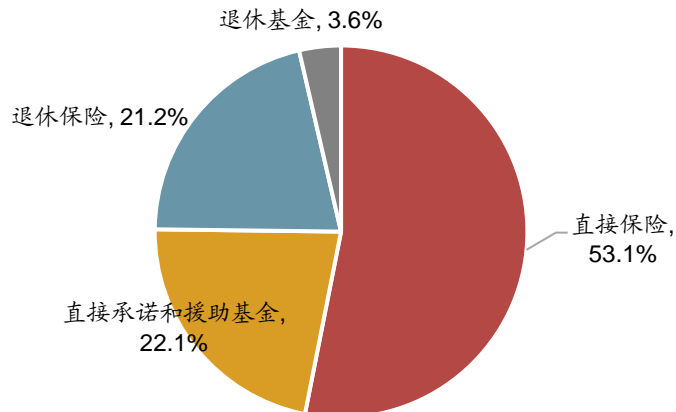
模式	具体运作方式
直接承诺	雇主对雇员做出直接保障承诺， 经办机构是雇主本身 ，雇主建立准备金且投资形式不受限制，一旦雇主破产，就由退休金保障协会支付雇主曾承诺的待遇
援助基金	独立保障机构 ，负责实施一或多个雇主企业年金保障，雇主在援助基金中投资，并向其支付雇员企业年金保费，投资运营过程中援助基金不受任何限制
直接保险	一种特殊形式的人寿保险 ，由雇主作为投保人为雇员订立保险合同，企业年金的保险资金的投资运营均有条件限制，受国家保险监督机构的监管
退休保险	类似于人寿保险的保障机构 ，由多个企业组建而成，雇主支付保险费，企业年金的保险资金的投资运营均有条件限制，受国家保险监督机构的监管
退休基金	法律上具有独立地位的机构， 也受保险监管机构的监管 ，退休基金筹集的保险资金基本上可以在资本市场上自由投资运营，但其投资运营基本不受限制

数据来源：蔡和平《比较研究：德国的企业补充养老保障制度》，财通证券研究所

直接保险是最常见的补充养老金模式。德国职业养老金合同中，直接保险是占比最高的模式，截至 2022 年末，直接保险合同数量占到全部职业养老金合同总量的

53.1%，直接承诺和援助基金占比 22.1%，退休保险占比 21.2%，退休基金仅占比 3.6%。具体来看，直接保险有两种形式，一是雇主资助的公司养老金保险，由雇主承担未来养老金的所有供款，可确保工人获得由雇主资助的额外终身收入；二是通过工资转换的公司养老金，如果雇主不提供第一种服务，工人可以从自己的工资中自动扣除供款，同时雇主必须至少提供投资金额的 15%。

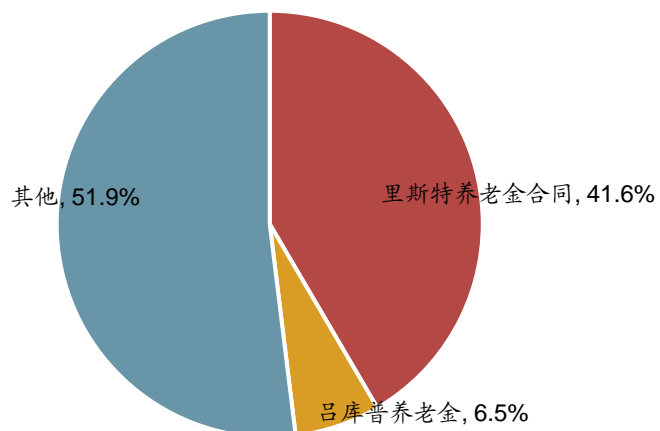
图6.德国不同类型职业养老金的合同数量占比



数据来源：BETTER FINANCE，财通证券研究所，数据截至 2022 年末

个人自愿养老金种类丰富自由度高。个人养老保险由个人自愿购买、费用个人支付，主要为了提高个体退休后的生活质量。个人自愿养老保险形式多样，包括传统的寿险、银行储蓄计划和投资基金储蓄、股票和房产等，其中符合资格标准要求的计划可以享受国家补贴，例如里斯特养老金。截至 2022 年末，德国已有超过 3850 万份私人养老金合同，其中吕库普养老金合同有 250 万份、里斯特养老金合同 1600 万份，其他私人养老金合同 2000 万份。

图7.德国养老金第三支柱结构

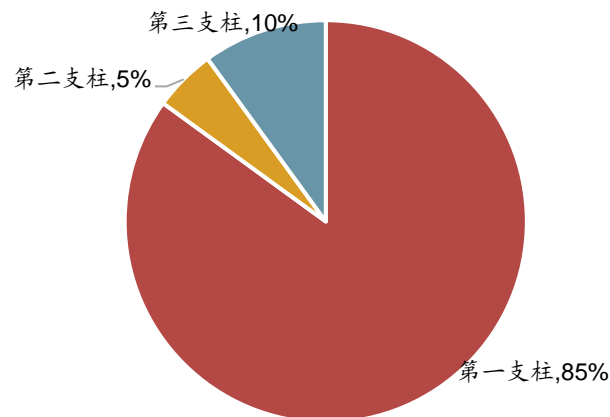


数据来源：BETTER FINANCE，财通证券研究所，数据截至 2022 年

2 三支柱如何演化为三层次？

德国“三支柱”比例失衡尤为突出。1999年时，德国退休人员总收入中85%的比例来自第一支柱法定养老保险，5%来源于第二支柱企业补充养老保险，10%来源于第三支柱个人自愿养老保险。整体来看，德国三支柱养老体系严重依赖基本养老保险，二三支柱发展不够理想，对比同期美国三支柱养老金占比来看，美国第一支柱占比仅8%，第二支柱占比70%，第三支柱占比22%。

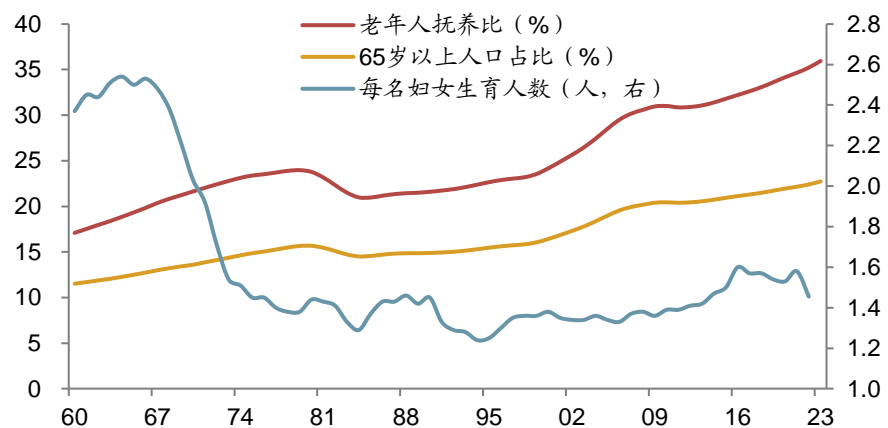
图8.1999年德国三支柱养老金结构



数据来源：于秀伟《从“三支柱模式”到“三层次模式”——解析德国养老保险体制改革》，财通证券研究所

法定养老保险系统收支失衡风险加大。至1999年，65岁及以上人口比例达到16.1%，而女性的生育率则从1965年的2.5人下降至1999年的1.4人，低于维持人口稳定的替代水平。这种出生率的下降使潜在的养老保险缴费人群减少，同时人口寿命的延长意味着养老金领取者的数量和领取时间不断增加，从而加大了德国法定养老保险系统的收支失衡风险。

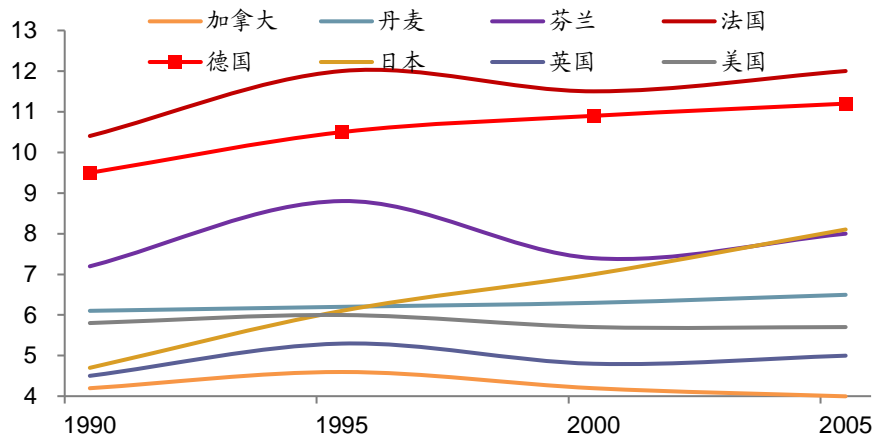
图9.德国老年人抚养比和女性生育数



数据来源：iFinD，财通证券研究所

德国政府养老金支付压力较大。为了维持德国法定养老保险系统的平衡，德国政府多次上调养老保险缴费率，从 1957 年现收现付制引入时的 14%，到 1998 年已经上升至 20.3%，然而，缴费率的提高使得在职人员的税负增加、企业用工成本上升。根据同济大学研究院，如果继续保持养老金替代率（退休后养老金与退休前工资比率）在 70% 不变，德国的养老保险缴费率可能在 2035 年接近 40%，如此高的缴费率将大大增加企业和员工的经济负担，甚至引发养老保险制度的危机，21 世纪初，德国政府面临的养老金支付压力远高于大部分发达国家。

图10.德国与其他国家养老金支付压力（%）



数据来源：iFinD，养老金支付压力指养老金公共支出占 GDP 的比重，财通证券研究所

里斯特养老改革开启养老金模式转变。在支付压力不断加大的背景下，2001 年 5 月，德国里斯特养老改革开启，改革核心在于降低第一支柱在养老体系中的占比，并提升第二、三支柱的地位。里斯特改革的目标**一是**控制法定养老金的缴费率，确保在 2020 年前保持在 20% 以下，2030 年前维持在 22% 以下，从而减轻企业的用工成本，平衡代际负担；**二是**保障退休人员的养老金替代率，确保养老金标准替代率保持在 67% 以上。为了实现改革目标，政府建立了里斯特养老金计划，将私有化的基金积累机制引入养老保险体系来弥补第一支柱被削弱后民众养老金水平的下降，通过税收减免或直接补贴的方式鼓励个人参与私人养老金投资储蓄，使民众可以通过个人账户的积累满足部分养老需求。里斯特改革是德国养老保障体系的一次重大变革，引发了德国福利体系的结构变化。

图11.德国里斯特养老金改革目标

核心：提高二、三支柱的比重

- 将企业补充养老保险纳入了政府补助范围，通过财政补贴促进第二支柱的发展
- 实行税收延期缴纳，促进二、三支柱发展
- 允许银行、基金和保险公司发行里斯特养老储蓄产品

目标一：控制法定养老金的缴费率

- 使缴费率在 2020 年前保持在 20% 以下、2030 前保持在 22% 以下，以此减轻企业用工成本，平衡代际负担

目标二：保障退休人员的养老金替代率水平

- 将养老金标准替代率保持在 67% 以上

数据来源：庞茜《德国个人养老金制度：制度设计、运行困境与改革探析》，财通证券研究所

里斯特养老金为法定养老金减少影响的人群提供保障。里斯特养老金的主要目的是应对法定养老保险收支压力过大问题，并通过补充养老金制度来弥补养老金收入的缺口。任何受法定养老保险义务约束的人都可以使用里斯特养老金，例如雇员、服役者、公务员或无薪工作人员。自雇者和没有被法定养老金覆盖的雇员，不能参与里斯特养老金计划。但自雇者的配偶如果是目标群体的一员，其依然可以作为间接受益者而有资格参加里斯特养老金计划，只要每年储蓄 60 欧元就可以享受政府的全额补助。

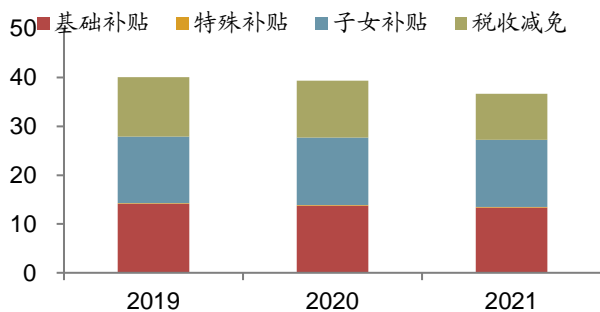
图12.德国里斯特养老金细则



数据来源: Feather Insurance, 庞茜《德国个人养老金制度: 制度设计、运行困境与改革探析》, 财通证券研究所

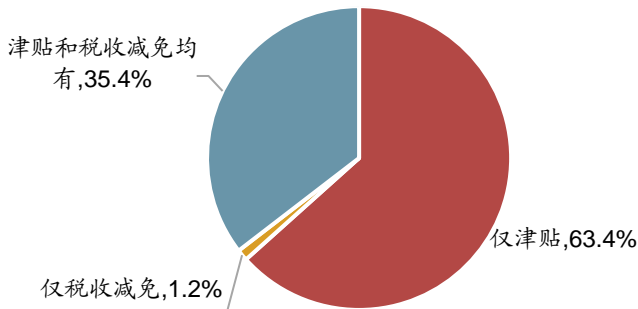
里斯特养老金提供税收优惠和财政补贴。一方面, 里斯特养老金计划采用 EET 模式, 即在缴费时免税, 领取时征税, 并且具有递延的税收优惠。另一方面, 里斯特养老金计划还提供财政补贴, 包括基础补贴、子女补贴和特殊补贴三类, 政府每年提供的补贴金额至少为 175 欧元, 最多可达 2100 欧元。参与者需将年收入的 4% 存入里斯特储蓄账户, 就可以得到政府每年的基础补助; 对于有孩子的家庭, 2008 年以后出生的孩子每年可获得 300 欧元的补贴, 而 2008 年以前出生的孩子每年可获得 185 欧元的补贴; 此外, 政府还为未满 25 周岁的新参加工作的年轻人提供一次性 200 欧元的特殊补贴。以 2021 年为例, 63.4% 的受益人仅享受财政补助, 1.2% 的受益人仅享受税收减免, 而 35.4% 的受益人既享受税收优惠也领取财政补贴。

图13.里斯特养老金财政补贴和税收减免数额(亿欧元)



数据来源: 德国联邦财政部, 财通证券研究所

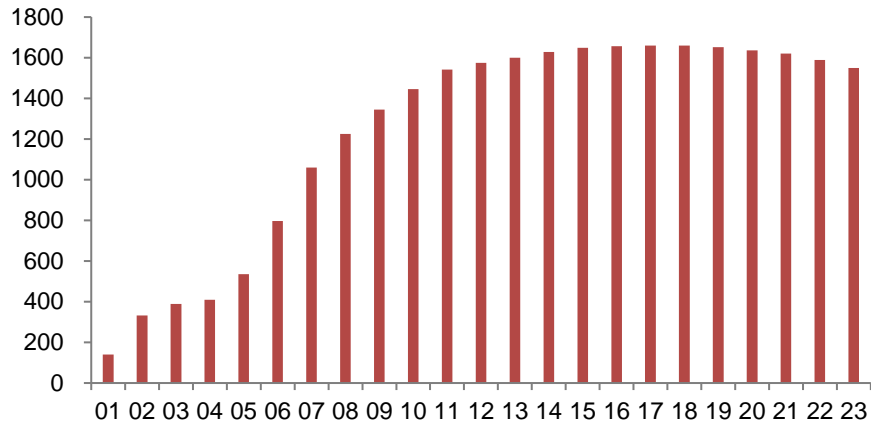
图14.里斯特养老金财政补贴和税收减免受益人数情况



数据来源: 德国联邦财政部, 财通证券研究所, 数据截至 2021 年

里斯特养老金发展迅速。自 2001 年推出以来，德国里斯特养老金合同数量从最初的 140 万份显著增长，2005 年至 2011 年间，政府提供的财政补贴和税收优惠极大地降低了个人参保成本，里斯特养老金合同数量快速抬升。截至 2023 年末，里斯特养老金合同的数量已达到 1550 万份。里斯特养老金作为一种补充性养老工具，在德国养老金体系中的地位越来越重要。

图15.德国里斯特养老金合同数量（万份）



数据来源：德国联邦劳动和社会事务部，财通证券研究所

吕库普改革推出以进一步减轻缴费压力。由于里斯特改革仍不足以满足缴费率和替代率目标，2004 年，德国推出以经济学家吕库普名字命名的养老金改革。吕库普改革提案主要包括两方面的举措，一是提高退休年龄，将正常退休年龄从 65 岁提升至 67 岁；二是引入可持续因子，进一步加强制度抚养比率与养老金水平之间的精算关系，减轻缴费压力，促进代际公平。同时，考虑到大多数持有里斯特计划的公民都能享受到退休保障，而未参加法定养老金或没有职业养老金计划的群体却无法从中受益，因此吕库普委员会推出了非正式就业群体能够享受国家补贴的个人养老金。

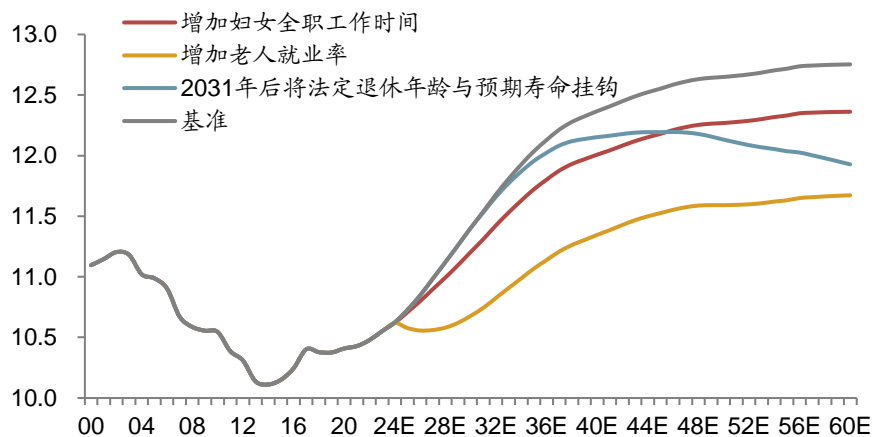
图16.德国吕库普改革内容



数据来源：庞茜《德国个人养老金制度：制度设计、运行困境与改革探析》，财通证券研究所

德国退休年龄正逐步提高。经合组织长期模型模拟展示了不同情境下德国公共支出与 GDP 的比重，可以发现，与提高女性劳动力参与率或将法定退休年龄与预期寿命挂钩等其他情景相比，进一步提高老年人的就业率在稳定养老金制度和减轻财政压力方面最为有效，而吕库普改革的其中一项就是提高退休年龄。2007 年，德国政府通过《退休年龄调整法》，规定从 2012 年起逐步将法定退休年龄从 65 岁提高至 67 岁，这一过程预计在 2029 年完成，旨在应对人口老龄化带来的财政压力，并保障养老金的支付能力。提高有效退休年龄对于稳定养老金支出至关重要。改革之后，德国平均退休年龄逐步提高，2013 年平均退休年龄刚超过 65 岁，2024 年平均退休年龄平均已到达 66 岁。

图17.德国不同情境下养老压力的变化（%）



数据来源：OECD，财通证券研究所，养老压力等于养老金公共支出与 GDP 比重，提高老年人就业率假设实际退休年龄相对于基线增加 0.6 岁，增加女性的全职工作假设 2035 年女性兼职工作的比例将减少到丹麦的水平

引入“**可持续因子**”是改革重要措施之一。举措二中的可持续因子反映退休者（即养老金领取者）占缴费者的比重，将可持续因子纳入养老金计算公式即将缴费人数和领取人数联系在一起，实现了养老金自动化的动态调整，让退休者和缴费者共同负担人口老龄化对法定养老保险制度的冲击。如果养老金领取者的数量增长速度快于缴费者的数量，就会限制养老金水平。此外，为了应对养老金积分价值（EP）可能下降的问题，吕库普改革设计了保护机制，该机制在积分价值增长率为负时启动，确保实际领取的养老金不低于上一年度的水平。同时，吕库普改革还建立了最低养老金制度，以预防老年贫困，确保所有退休人员获得基本生活保障。

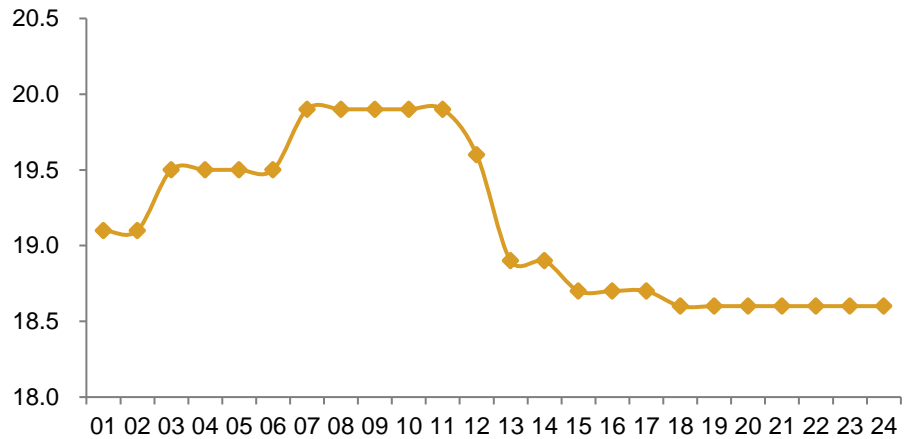
图18.德国养老金计算公式的变化

1957年改革后养老金计算公式： $\text{月养老金金额} = EP \times SY \times AF \times PV$			
EP (Earnings Points) 养老保险缴费积分 衡量参保人的缴费基数 和社会平均工资之比	SY (Service Years) 缴费年限	AF (Adjustment Factor) 调节因子 根据参保人领取养老金 的时间不同取不同的值	PV (Present Value of Pension) 养老保险缴费积分价值 是一个变动的养老金计算 因子；由德国政府根据毛 工资增长率确定，并在每 年7月1日公布
吕库普改革后养老金计算公式： $\text{月养老金金额} = EP \times SY \times AF \times PV \times \text{NF (可持续因子)}$			

数据来源：卓锴化《德国养老保险改革对于完善我国养老保险制度的启示》，财通证券研究所

可持续因子的引入降低了替代率和缴费率。受益于可持续因子的引入，目前德国的养老金净额水平为平均工资的 48%（即养老金净替代率），德国研究机构 Bruegel 预计到 2040 年这一比率将下降到 44.9%。另外，法定养老保险缴费率也在一定程度得到控制，里斯特改革之初，目标力求在 2020 年前将缴费率控制在 20% 以下，2030 年前保持在 22% 以下。尽管缴费率在改革初期经历了轻微上升，但后续总体上成功控制在预期范围内。2012 年以来，德国法定养老保险缴费率开始逐年下降，近年来稳定在 18.6%。

图19.里斯特和吕库普改革后法定养老保险缴费率变化 (%)



数据来源：杜伊斯堡-埃森大学工作与资格学院，财通证券研究所

吕库普养老金主要面对自由职业和个体经营者。吕库普养老金计划适用于所有在德国纳税的居民，但主要面向自由职业者、个体经营者和高收入人群。由于自由职业者和个体经营者不符合申请里斯特养老金的条件，也无法领取企业养老金，吕库普养老金提供了有效补充。吕库普养老金也是由国家补贴的私人养老金，但与里斯特养老金不同，吕库普养老金无法获得财政补贴，仅可享受税收减免。吕库普养老金没有缴费上限，节省税款对高收入者有极大的吸引力。值得注意的是，吕库普养老金一经签订便不可取消，且资金只能在退休后按月领取，这确保了养老金在退休期间的稳定和长期性。

图20.德国吕库普养老金特征

吕库普养老金

适用人群 居住在德国的所有纳税人，主要针对自由职业者、小企业所有者与高收入群体

缴费金额

- 自行决定缴费金额，可以随时增加、减少或暂停
- 符合条件的缴纳款项可以获得税收减免
- 无补贴

产品类型 传统人寿保险、单位连接保险、基金储蓄计划

领取标准

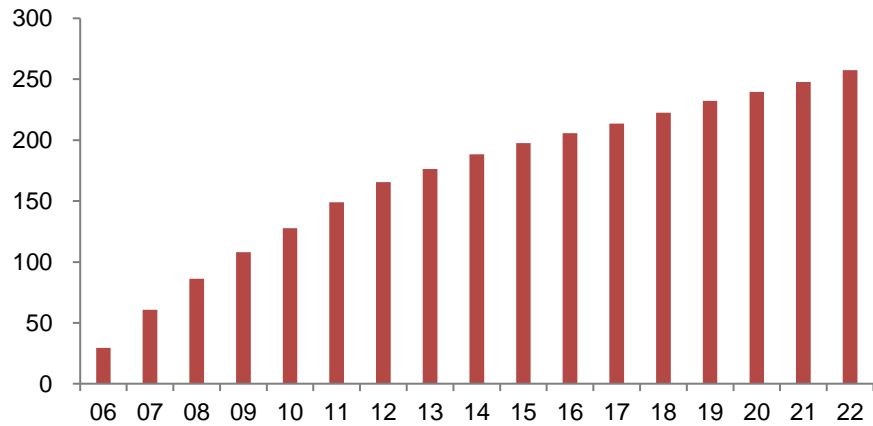
- 最低领取年龄：62岁（2012年之前签订的合同为60岁）
- 领取金额：累计资本投入及收益减去相关成本
- 领取频率：以年金的形式每月领取，不可一次性领取
- 缴税要求：纳入总收入进行缴税

数据来源：Feather Insurance，财通证券研究所

吕库普养老合同数稳步增加。吕库普养老金合同数量从2006年开始稳步上升，这一增长反映了越来越多德国自雇人士和高收入者选择该养老金计划，以弥补他

们无法享受法定养老保险带来的退休保障不足。截至 2022 年末，德国的吕库普养老金合同总量约为 250 万份。相比之下，里斯特养老金合同的数量则达到了约 1600 万份，大约是吕库普养老金的 6 倍，里斯特养老金在德国养老市场中依然占据更大的份额。

图21.德国吕库普养老金合同数量（万份）

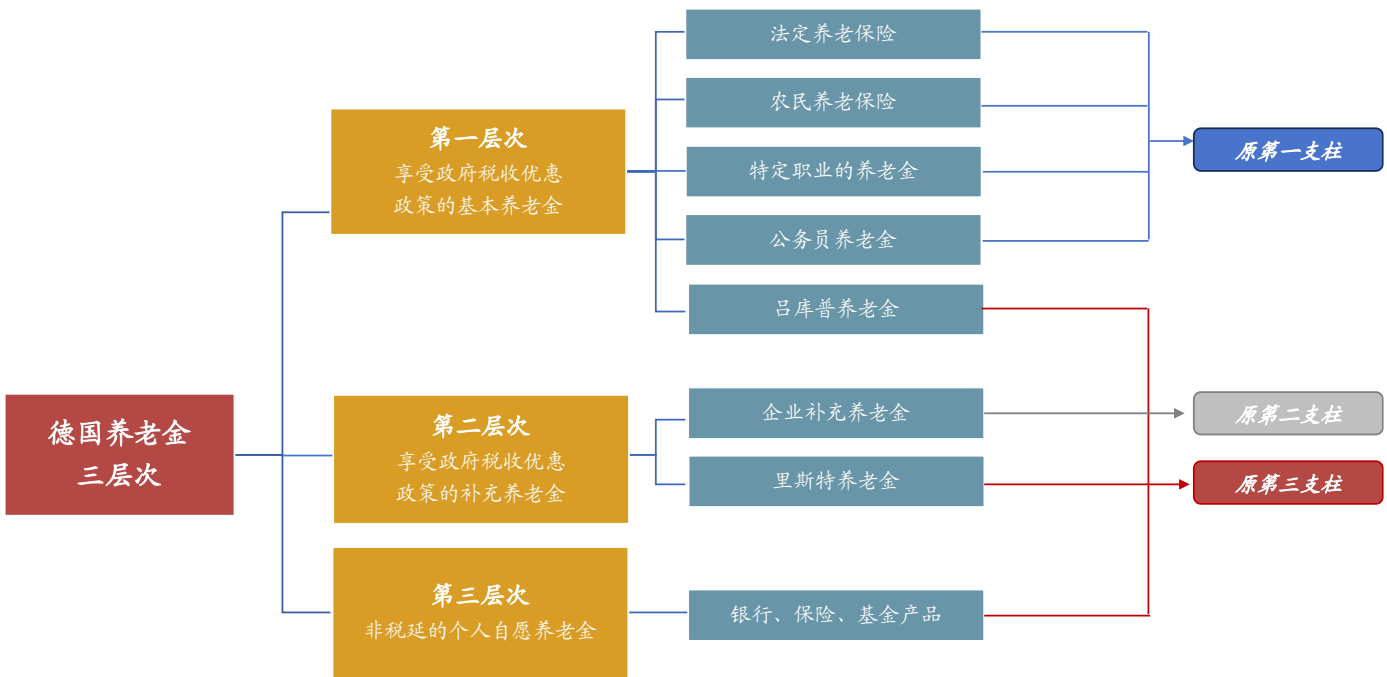


数据来源：BETTER FINANCE，财通证券研究所

吕库普改革后三支柱逐步转为三层次。2005 年 1 月，《老年收入法》生效标志着德国养老保险体制进入了三层次模式时代。传统的“三支柱模式”根据被保人的类别进行划分，第一支柱是法定养老保险，覆盖所有工人和雇主，由政府管理，提供基本养老保障；第二支柱是企业年金保险，为特定行业和职业工人提供额外的养老保障；第三支柱是个人储蓄，即私人养老保险和其他投资方式。而“三层次模式”则根据政策采取的税收政策进行划分，第一层次包括享受政府税收优惠的法定基本养老保险和吕库普养老金，确保基本养老；第二层次包括享受税收优惠和补贴的企业养老金和里斯特养老保险，旨在提高养老生活质量；第三层次则为其他非税延的个人自愿养老保险，不享受政府的税收优惠。

过去作为第一支柱的法定养老保险，以及比照法定养老保险运行的农民养老保险、特定职业养老保险和公务员养老保险被划为第一层次的基本养老保险，因此原本属于第三支柱的吕库普养老金被划为第一层次；过去作为第二支柱的企业补充养老保险被划为第二层次补充养老保险，原属于第三支柱的里斯特养老金也被划归第二层次补充养老保险；过去作为第三支柱的个人自愿养老保险被划为第三层次养老保险，原则上不能享受政府的税收优惠政策。

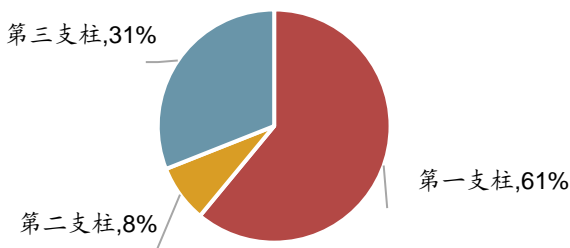
图22.德国养老金三层次模式



数据来源：于秀伟《从“三支柱模式”到“三层次模式”——解析德国养老保险体制改革》，财通证券研究所

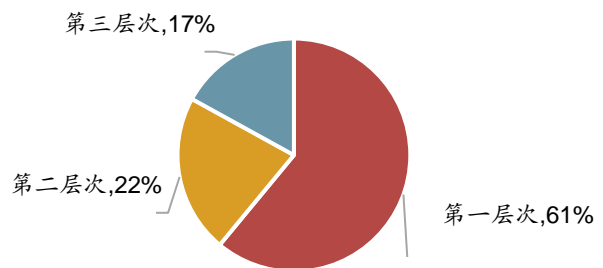
多层次养老结构减轻了养老金负担。转向三层次后，德国企业补充养老保险和个人养老保险的补充性保障地位更加凸显。据德国联邦统计局，2019年德国65岁以上老人的收入中，来自第一层社养老养老金、第二层享受税收优惠的企业年金和里斯特养老金、第三层个人自愿储蓄性养老保险的占比分别为61%、22%和17%；若仍按三支柱划分，那么第一、第二、第三支柱的占比分别为61%、8%和31%。2001年里斯特改革与2004年吕库普改革后，多层次养老结构有效减轻了德国公共养老金负担。

图23.改革后德国三支柱养老金的分布



数据来源：CAFF50，财通证券研究所，数据截至2019年末

图24.改革后德国三层次养老金的分布

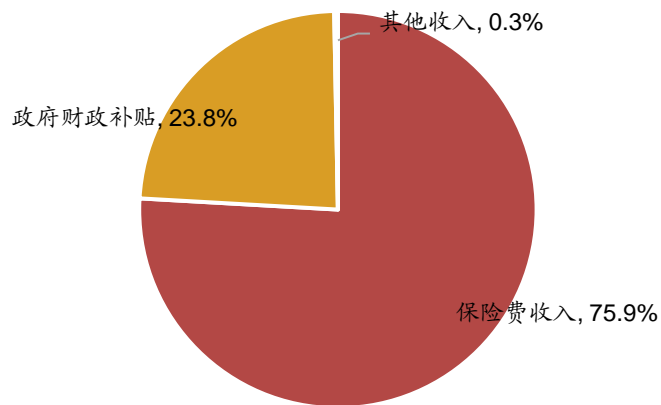


数据来源：CAFF50，财通证券研究所，数据截至2019年末

3 德国养老金配置哪类资产？

法定养老金基本不参与市场化运作。德国法定养老保险基于现收现付制度，资金来源主要有两部分，一是雇主和雇员缴纳的保险费，这是养老金的主要资金来源，二是国家财政补贴。2022年，德国法定养老保险总收入中，保险费收入占比达75.9%，财政补贴占23.8%。目前，法定养老保险的缴费率为工资总额的18.6%，雇员和雇主各自承担一半。由于德国法定养老金实行现收现付的筹资模式，除了可持续储备金外，剩余资金存量有限，基本不存在可用于投资的资金。基本保障资金来源为国家税收，也不参与市场化运作。

图25.德国法定养老保险资金来源



数据来源：德国联邦劳动和社会事务部，财通证券研究所，数据截至2022年末

第一层次中其他养老金的资金来源各不相同。吕库普养老金资金全部来源于个体的定期缴纳；农民养老金的资金来源主要是国家财政补贴，农民仅需缴纳一定比例的费用；公务员养老金由国家财政全额资助，公务员直接依靠税收支持来支付退休金，不需缴纳养老保险费；特定职业如医生、律师、建筑师等的养老金通常由职业团体、协会管理，资金来源于职业成员的缴费，协会将缴纳的费用进行投资，资金的增长依赖于投资回报，政府不提供财政补贴或保障。

资产配置上，吕库普养老金有三种分别适合不同投资偏好老人的产品，配置资产各不相同，**第一**，经典基础养老金是最传统的选择，类似于定额年金，投资者每月固定缴费，退休后领取固定金额的养老金，这种形式更适合追求稳定、安全的人群，因为养老金金额在签约时已确定。**第二**，即时年金适合临近退休且希望立刻开始领取养老金的人群，投资者在签约时支付一次性保费，立即开始领取终身养老金。**第三**，基金相连基本养老金允许投资者将部分缴费投资于股票或混合型基金，退休后根据基金表现获得浮动的养老金收入。虽然风险略高，但长期回报潜力更大，适合愿意承担一定风险以寻求更高收益的人。在2005年吕库普养老金推出起，吕库普养老金产品只能由保险公司提供，2007年以来，管理人范围扩大至欧盟成员国范围内的银行和投资公司。这些养老金产品通常采用基金积累制的融资结构，并享受政府的减税和免税政策。

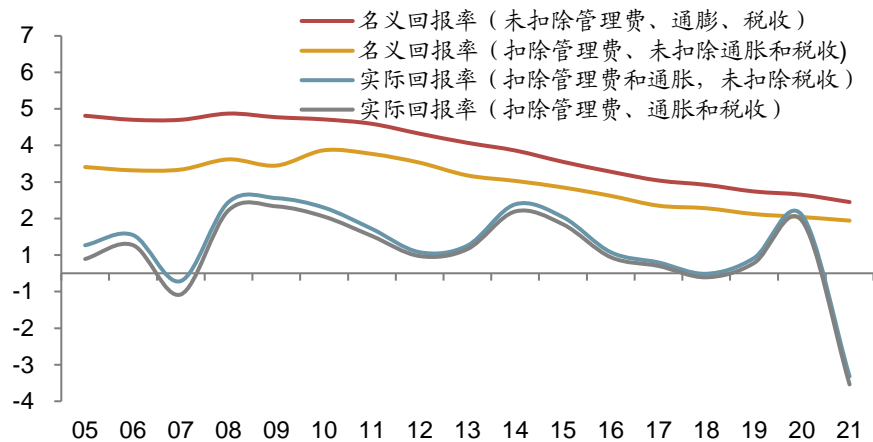
图26. 吕库普养老金类型

经典基础养老金	即时年金	基金相连基本养老金
<ul style="list-style-type: none"> 主投固定类资产，以确保退休时能够获得稳定的养老金收入，合同签订时养老金收入一般即可确定 适合追求低风险和稳定收入的人群 	<ul style="list-style-type: none"> 一次性支付保费，立即开始获得定期养老金 适合临近退休并希望立即享受养老金的 	<ul style="list-style-type: none"> 将资金投入股票或混合基金，养老金金额随投资表现浮动 适合愿意承担定风险以获得更高潜在收益的人

数据来源：Chambervelt Rooselain & Cie，财通证券研究所

吕库普长期收益率偏悲观。2005年到2015年间，吕库普养老金的名义回报率相对平稳，但始终低于4%。在持续的低利率环境下，2016年后吕库普养老金回报率逐步下滑，2021年，扣除通胀和管理费后的实际收益率甚至出现负值，未扣除管理费、通胀和税收的名义收益率从2005年的4.31%下降至2021年的1.95%，吕库普计划参与者仅能勉强维持本金安全。

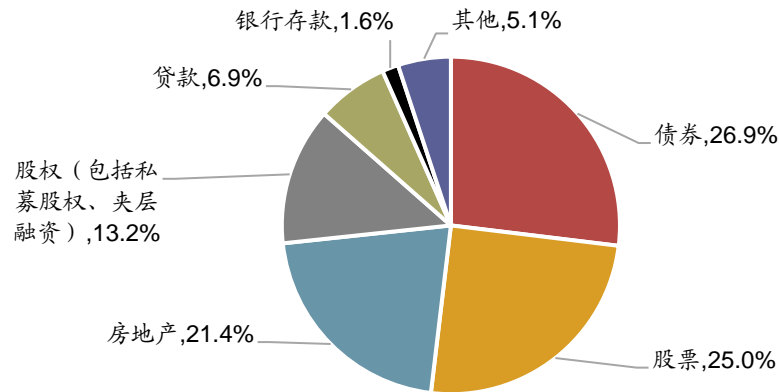
图27. 吕库普养老金投资回报率 (%)



数据来源：BETTER FINANCE，财通证券研究所

特定职业养老资产配置多元化。2022年，德国养老金第一层次中的特定职业养老金主要配置债券和股票，占比分别为26.9%和25%，房地产投资位居第三，占21.4%，具有保值和增值的双重功能；股权投资（包括私募股权和夹层融资）占13.2%，为基金增添了更高的收益空间；相比之下，贷款占比仅有6.9%，主要用于优化整体收益结构；1.6%的银行存款则保证了基金的流动性。这种多元化的资产配置反映了德国特定职业养老金体系追求稳健与增长的平衡，通过灵活的投资策略和风险管理，确保基金能够在未来提供稳定的退休保障。

图28.德国特定职业养老金资产配置结构



数据来源：德国职业养老金协会，财通证券研究所，数据截至2022年末

各类公司养老金投资理念不同。第二层次中职业养老金的资产配置取决于模式的不同，直接承诺养老金计划中，雇主会承诺退休后的确切养老金金额，采取多元化的投资策略；援助基金是一种独立于公司的养老金基金，但仍由公司提供资金。这类基金的投资相对自由，因为它们不受严格的投资组合限制，但雇主在援助基金中承担最终支付义务；直接保险通过保险公司为员工购买的人寿或养老保险，这类保险产品需要遵循德国保险业的监管要求，尤其是在投资上主要集中于低风险资产，保证保底收益；退休保险资金多投资于固定收益资产，严格限制高风险投资；退休基金由独立的基金公司管理，其投资组合相对灵活，允许一定比例的高风险资产投资，以实现更高回报。

图29.不同类型企业养老金的资产配置

类型	资产配置内容	投资风格
直接承诺	多元化投资	保证确切的收益
援助基金	多元化投资，管理资金的公司会额外购买保险确保资金安全（再保险单）	合法独立的机构专门管理资金配置
直接保险	人寿保险或养老金保险	稳健
退休保险	债券	保证退休阶段的最低养老金，注重投资安全
退休基金	ETF 或高风险投资	以更高的风险提供更高的回报

数据来源：German Pedia，财通证券研究所

里斯特养老金计划提供四类可投资产品。第二层次中的里斯特养老金资金来源于个人缴费和政府补贴，可投资四类产品，一是银行储蓄计划，利率可固定或浮动；二是年金合同，由保险公司提供，既有传统年金形式，保证固定回报并附带额外奖金，也有混合年金形式，将部分储蓄投资于基金，收益与市场表现挂钩；三是投资基金储蓄计划，允许投资者选择基金，享受更高的潜在回报，但收益与基金表现直接相关，且提前取款可能面临本金损失；四是住房贷款和储蓄合同，通过

房地产储蓄计划帮助参保人获得免租住房，以此作为退休后的保障。这四类产品各有特点，参保人可以根据自身的风险承受能力和退休目标选择适合的养老方案。

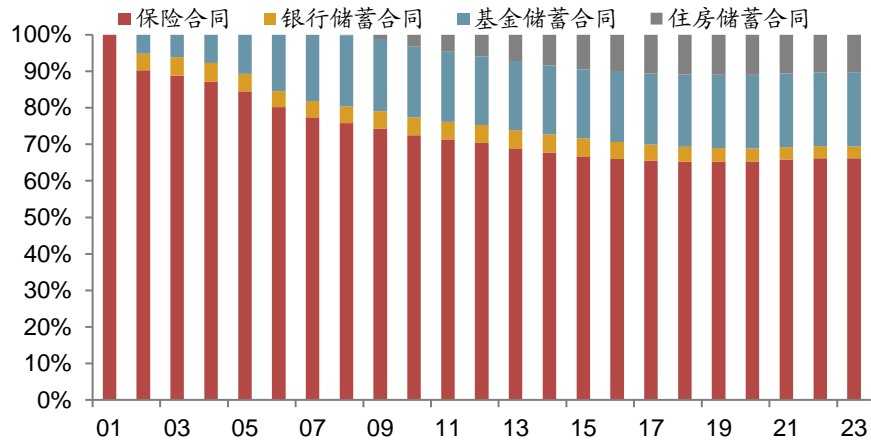
图30.里斯特计划可投资养老产品对比

	银行储蓄	年金合同	基金储蓄	住房储蓄
发行主体	银行	保险公司	金融中介机构或投资公司	银行或住房储蓄协会
产品类型	长期银行储蓄计划，利率固定或浮动	保险型年金合同，包括传统年金和与基金挂钩的混合型年金	投资型储蓄计划，通过共同基金投资股票、债券等资产	房地产储蓄合同，用于购房或房屋翻新
回报风险	风险低，回报稳定，利率与市场利率挂钩	低到中等风险，传统年金有保证回报，混合型年金有投资风险	风险较高，取决于市场表现，但投入本金和国家补贴有保证	风险低，通过房地产实现长期保值，但需符合房地产市场的税收和法律规定
费用	无前期费用，费用较低	高额管理费和初始费用，尤其是混合型年金	较高的管理费和潜在的交易费用	无前期费用，但涉及房产购买或翻新时可能有附加成本
特点	无风险，保本，适合风险规避者	提供长期稳定的退休收入，适合稳定需求者	适合希望通过市场增长实现资产增值的投资者，子女多的家庭可获更多补贴	将养老保障与房产相结合，免租金的自住房是一种长期财务安全的替代保障形式

数据来源：BETTER FINANCE，财通证券研究所

保险合同是里斯特最主要产品类别。截至 2023 年末，里斯特计划合同总数约为 1550 万份，其中，保险合同 1025 万份，占比 66.1%；银行储蓄合同约 51 万份，占比 3.3%；基金储蓄计划为 315 万份，占 20.3%；住房储蓄合同则有 159 万份，占比 10.3%。保险产品 在里斯特养老金中长期居于主导地位，过去 20 年始终是规模最大的里斯特产品类别。

图31.德国里斯特养老计划不同类型产品投资比例

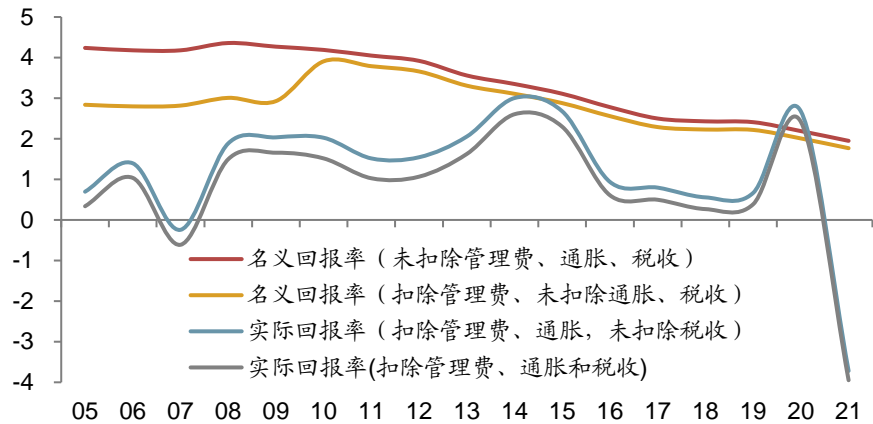


数据来源：德国联邦劳动和社会事务部，财通证券研究所

里斯特养老产品投资限制严苛。任何一个以里斯特命名的养老产品都必须符合严格的规定，以确定其安全性，德国联邦金融监管局会负责对产品进行评估，只有符合条件的产品才能得到政府的补助。受《投资公司法》约束，产品资金投资于股票的比例限制在 20%至 25%，投资于房地产的比例限制在 15%至 25%，对自有股票的投资比例小于 10%，对外国资产投资也有不同的比例限制要求。由于里斯特养老金提供商必须提供保费保证，他们会将资金投资于低回报的安全投资。

里斯特产品实际投资收益不尽如人意。2005 年至 2015 年间，里斯特养老金名义回报率基本保持稳定，2016 年之后，全球市场利率持续走低，加剧了投资收益的压力。在 2020 年至 2021 年期间，受新冠疫情等外部因素影响，市场动荡导致实际投资回报率大幅下滑，部分年份甚至出现了负收益。2001 年，里斯特计划的最高保证收益率约为 3.25%，而从 2022 年 1 月起，最高保证收益率已降至 0.25%。受监管部门对养老金产品安全性的严格要求，以及低利率甚至负利率环境的双重影响，许多养老金产品供应商逐渐退出市场，不再愿意提供带有保底收益的产品。德国资产规模最大的德意志资产管理公司和斯图加特人保集团先后于 2021 年 7 月 1 日和 2021 年 8 月 1 日停止了新的里斯特养老金合同的签署。

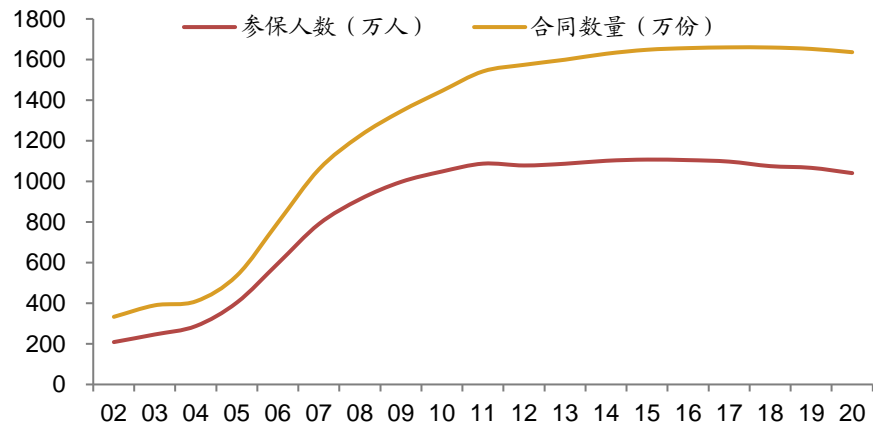
图32.里斯特养老保险投资回报率 (%)



数据来源: BETTER FINANCE, 财通证券研究所

里斯特计划的参加人数和合同数量停滞不前。2008年至2011年间,里斯特养老金合同数量稳定在1400万份左右,2011年之后,新增签约人数增速明显放缓,2016年以来出现了负增长的情况,主要是现有的制度设计存在两大根本性的缺陷,一方面,对于收益的过度担忧导致投资以低风险、低回报为主,故养老金的增长潜力有限;另一方面,系统设计的复杂性增加了管理成本,两者共同导致里斯特养老金的参与意愿降低和合同量下滑。

图33.德国里斯特养老计划参加人数和养老金合同数量



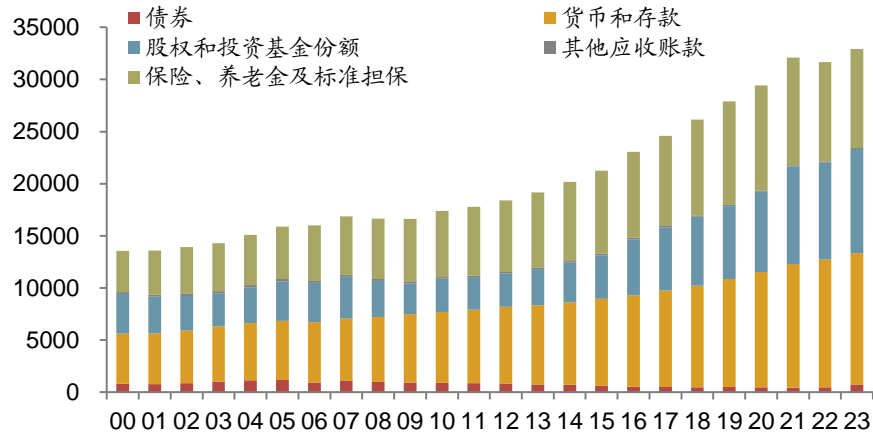
数据来源: 德国联邦财政部, 德国联邦劳动和社会事务部, 财通证券研究所

个人养老金配置灵活性较强。第三层次非税优的个人养老金全部由个人自愿支付,不受政府直接补贴,也无税收减免,因此个人养老金产品在配置上具有极大的灵活性。对于风险偏好较低的投资者,通常会选择固定收益类产品,如银行储蓄或债券;风险偏好较高的投资者则更倾向于将资金投入股票、基金以及其他高风险、高回报的投资工具,以追求长期增值。

德国家庭整体偏好低风险产品。截至2023年末,在32.9万亿欧元的家庭金融资产中,货币和存款占比38.3%,保险、养老金及标准担保占比28.8%,股权和投

基金份额占比 30.3%，债券占比 2.2%。整体而言，德国民众选择家庭金融资产投资类型时，更偏好稳定性、长期性的产品，青睐较稳健的保险产品、养老金以及货币和存款。

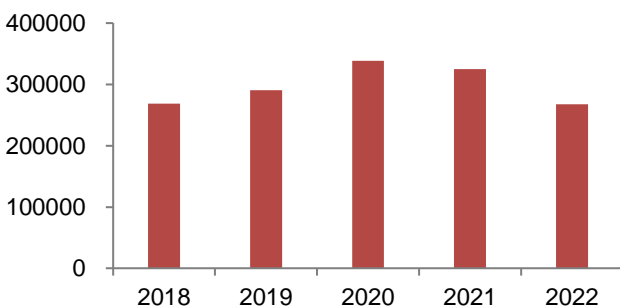
图34.德国家庭部门金融资产投资结构（十亿欧元）



数据来源：CEIC，财通证券研究所

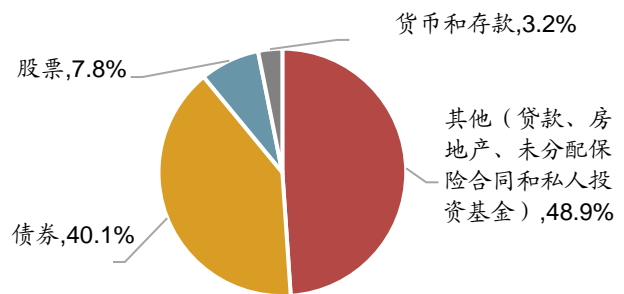
德国养老金整体主投债权类资产。2018 年到 2022 年，德国养老金配置规模经历了先增加后减少的趋势，这种波动主要受经济环境和市场不确定性影响，例如低利率和疫情冲击导致了资产收益率下降以及投资规模的调整。投资结构方面，截至 2022 年末，德国养老金资产投资债券占比 40.1%，是最主要的配置资产；股票的配置比例相对较低，仅占 7.8%；货币和存款投资占比 3.2%，这部分资产通常用于保持流动性，满足短期的资金需求；其他资产占比最大达 48.9%，包括多种不同类型的投资，如房地产、私人股本、贷款等。

图35.德国养老金资产配置金额（百万美元）



数据来源：OECD，财通证券研究所

图36.德国养老金投资结构



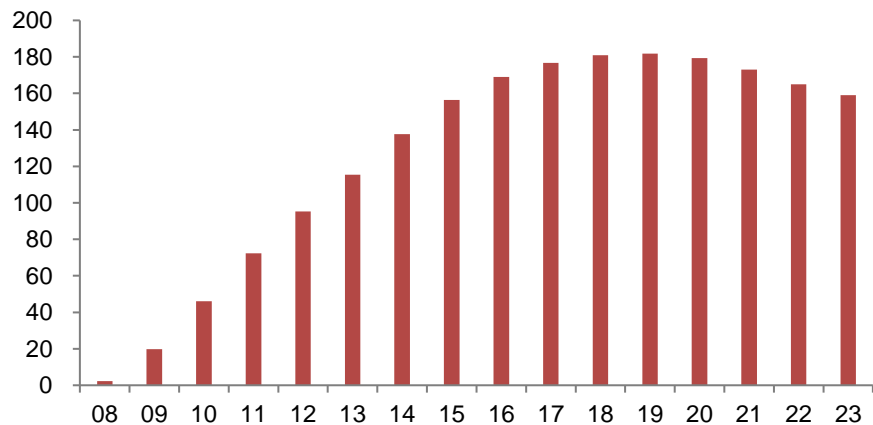
数据来源：《OECD Economic Surveys: Germany 2023》，财通证券研究所，数据截至 2022 年末

4 德国养老金融产品有何创新？

住房里斯特是德国特色个人养老金投资产品。2008年,德国《自有住房养老金法》颁布,将个人购建住房纳入里斯特养老金体系,称为“住房里斯特”计划。该计划资金由德国住房互助储金信贷社管理,旨在以免租金的住房作为一种退休保障形式,等同于定期的货币养老金支付。该计划允许参与者在购买或建造住房时动用其养老金储蓄,用于偿还房贷本金和利息。与传统的养老金计划不同,它允许在存缴阶段提前提取资金用于购房,而不仅限于退休后领取。

住房里斯特分为储蓄和贷款两个阶段,参与者需先累积一定比例(30%-50%)的储蓄后方可申请贷款,并按月分期偿还。住房里斯特作为一种创新的自住型住房资助产品,既符合里斯特养老金产品的标准,又能与普通购房储蓄贷款合同配合,帮助居民为长期居所筹集资金,一定程度上类似于中国的住房公积金制度,对促进个人养老金和住房购买具有参考意义。

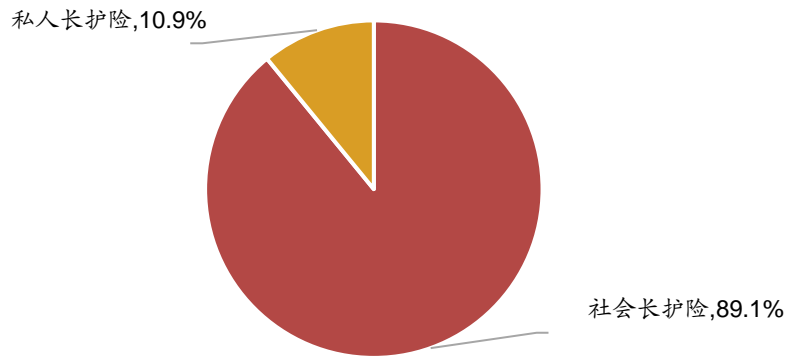
图37.德国住房里斯特合同数量(万份)



数据来源:德国联邦劳动和社会事务部,财通证券研究所

长护险在德国是一种强制性的社会保险。德国于1995年推出了全民强制性长期护理保险,以应对人口老龄化带来的护理需求。德国的长护险体系包含两个并行的强制保险计划,一是面向社会医疗保险参保者的社会长期护理保险,二是针对商业健康保险参保者的私人长期护理保险。无论居民选择公共医疗保险还是私人医疗保险,其保费中都包含长护险。这一机制使长护险覆盖了在德国生活和工作的所有人,形成了全面的社会保障体系。截至2023年末,德国的社会长期护理保险占据了绝大多数市场份额,占比89.1%,而私人长期护理保险仅占10.9%。社会长期护理保险覆盖了大部分人口,确保了基本的长期护理保障,而私人长期护理保险作为补充性保险,主要服务于自愿选择额外护理保障的群体,通常包括自雇人员或高收入人群。

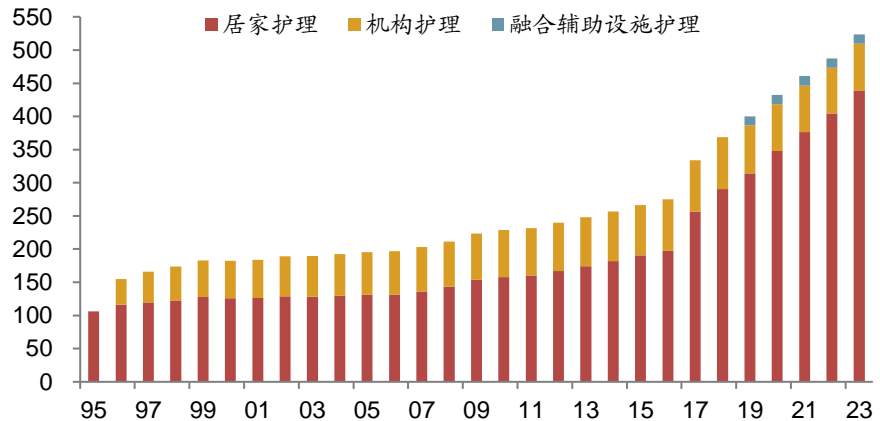
图38.德国社会长护险与私人长护险投保人数比例



数据来源：德国联邦卫生部，财通证券研究所，数据截至 2023 年

德国长护险受益人数逐年增加。德国的长期护理服务分为居家护理、机构护理和融合辅助设施护理三种，居家护理指在个人或家庭住所接受的护理服务；机构护理指在护理机构（如养老院）中接受的护理服务；融合辅助设施护理是专门为需要特殊支持的群体提供的服务。近年来，居家护理受益人数的增长最为显著，从 1995 年的 106 万人增加到 2023 年的 439 万人。

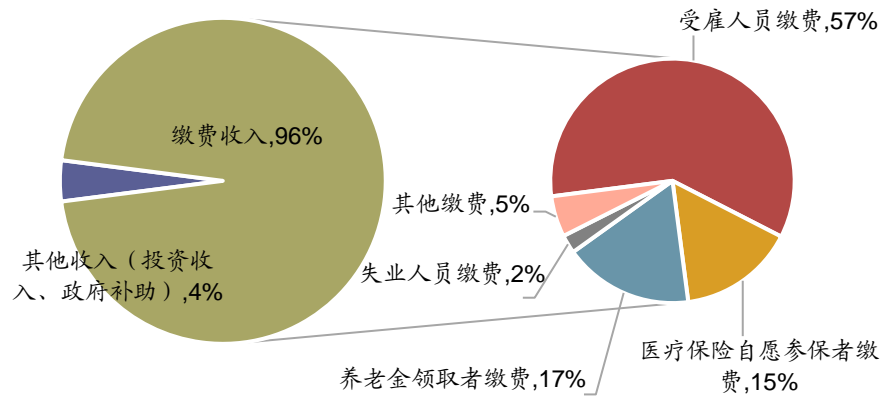
图39.德国长护险不同服务类型受益人数（万）



数据来源：德国联邦卫生部，财通证券研究所

德国社会长护险资金主要来自参保人缴费。德国社会长护险的资金通过工资现收现付机制筹集，雇员和雇主缴费率相同，费率根据长期护理险基金收支动态调整，此外，政府每年也向长期护理险基金划拨一定金额以提供支持。德国在法定医疗保险框架下单设长护险分支，资金独立运营。2023 年社会长护险的收入构成中，参保人缴费占据主导地位，占比达 96%，其中，受雇人员的缴费（由雇员和雇主共同支付）占比最高，为 57%；医疗保险自愿参保者的缴费占 15%；养老金领取者缴费占 17%；失业救济领取者缴费占 2%；其他未归类的缴费占 5%。整体来看，社会长护险系统的资金主要依赖现有参保人的缴费，以确保资金的充足性。

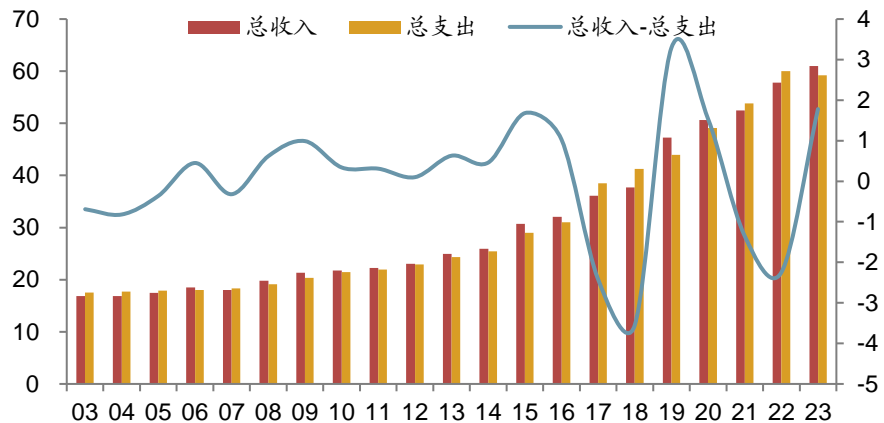
图40.德国社会长护险资金来源



数据来源：德国联邦卫生部，财通证券研究所，数据截至2023年末

德国社会长护险收入和支出规模逐年增长。德国社会长护险的年收入从2003年的1686万欧元稳步增长到2023年的6101万欧元，年度支出也从2003年的1756万欧元增长至2023年的5923万欧元，反映了德国人口老龄化带来的护理需求持续增长。绝大部分年份中，德国长护险总收入略高于总支出，基本保证了系统在面对日益增加的护理需求时的可持续性。

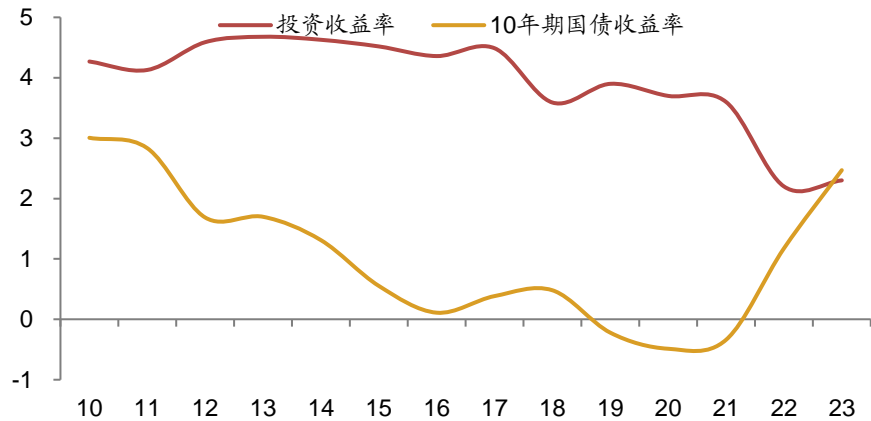
图41.德国社会长护险收入与支出（百万欧元）



数据来源：德国联邦卫生部，财通证券研究所

寿险业投资收益率表现突出。在长端利率下行周期中，德国国债收益率一直处于低位，最低曾降至约-0.5%。尽管低利率环境对寿险投资带来了挑战，但德国寿险业的投资收益率仍保持了相对稳定，且维持在较高的收益水平。2022年，德国10年期国债收益率为1.17%，而寿险业的投资收益率达2.16%，展现出较强的稳定性和抗波动能力。对比里斯特养老产品和吕库普养老产品较低的收益率，寿险产品的收益优势尤为凸显。

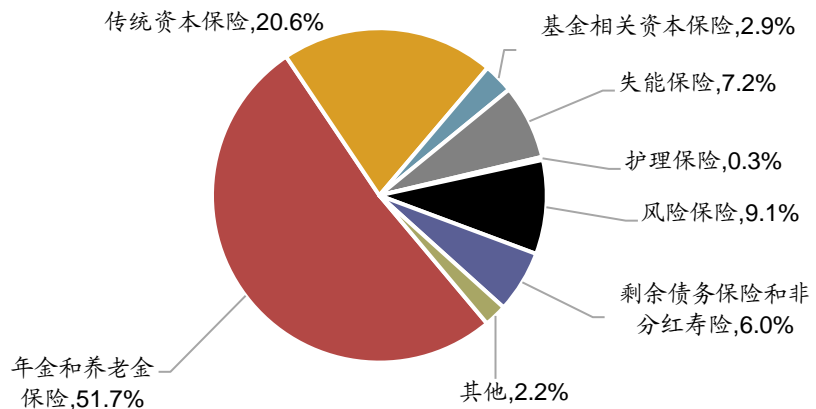
图42.德国保险业收益率与10年期国债收益率(%)



数据来源：德国保险业协会，iFinD，财通证券研究所

德国寿险产品以年金和养老金保险为主。德国寿险市场产品丰富，截至2023年末，年金和养老金保险在德国寿险市场中占据主导地位，占比达51.7%，是德国养老保障体系中的最重要的产品之一；其次是传统资本保险，占比20.6%，体现了德国寿险产品在提供保障的同时兼具储蓄和投资功能；风险保险和失能保险分别占9.1%和7.2%；剩余债务保险和非分红寿险的比例为6.0%；此外，基金相关资本保险和护理保险分别占比2.9%和0.3%，其他类别的保险占2.2%。

图43.德国寿险产品结构

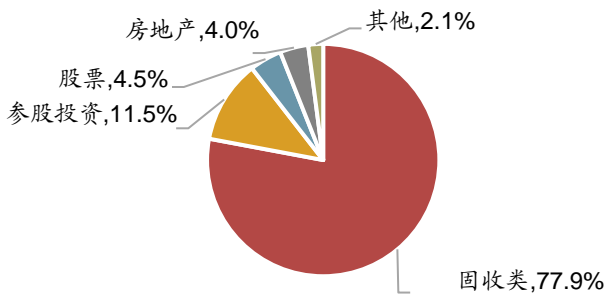


数据来源：德国保险业协会，财通证券研究所，数据截至2023年

寿险企业资产配置以固收类资产为主。截至2023年末，德国人寿保险公司投资于固收类资产的比例达77.9%，参股投资占比11.5%，股票占比4.5%，房地产占比4.0%，其他资产占比2.1%。进一步细分固收类资产，基金投资占比最高，达到40.5%，债券和贷款分别占26.1%和24.0%，抵押贷款占比9.2%，存款占比0.3%。整体来看，德国人寿保险公司通过重仓固定收益类资产，辅以股权、房地产等高收益资产，再在固定收益资产中采取基金、债券、贷款等多种形式的分散

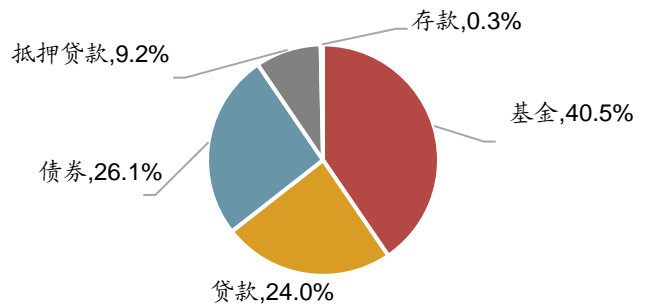
投资形式，实现了稳定收益与抗风险能力的有效平衡，以保障其在寿险业务中的长期偿付能力。

图44.德国人寿保险公司的资产配置结构



数据来源：德国保险业协会，财通证券研究所，数据截至 2023 年末

图45.德国人寿保险公司固收类资产投资结构



数据来源：德国保险业协会，财通证券研究所，数据截至 2023 年末

风险提示：

经济恢复不及预期。本文对经济运行判断基于公开数据，无法预知未来经济或有变动。

历史经验失效。本文分析基于历史数据得出，历史数据并不一定代表未来。

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；德国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：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；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；德国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。