

工作论文

SSL Working Paper Series

WP No.138-20211104

中国社科院世界社保研究中心 主办



本期刊发的《工作论文》是由刘桂莲撰写的《中国企业年金市场化投资的特征、困境及优化措施——基于资产配置的分析》。如引用，请征得作者或本实验室的同意——编者。

中国企业年金市场化投资的特征、困境及优化措施 ——基于资产配置的分析

刘桂莲

首都师范大学管理学院讲师

摘要：资产配置是我国企业年金基金市场化投资运营的重要环节，投资范围选择和投资比例限制是资产配置管理的硬约束。受到政策约束、制度设计障碍和资本市场不完善等多重因素的影响，我国企业年金基金资产配置受限明显，面临可投资资产规模有限、资产配置效率低下、资产配置结构欠佳和同质化管理等现实困境，通过借鉴美国、澳大利亚多元化资产配置的实践经验，文章提出三点完善企业年金市场化投资的建议：一是政策优化层面，完善委托代理结构和拓展年金投资范围的广度和深度；二是制度设计层面，通过引入自动加入机制、有限放开个人投资选择权和设计默认投资选择等综合改革增强制度吸引力；三是市场完善层面，加强资本市场建设和鼓励产品创新。

关键词：企业年金基金；资产配置；个人投资选择权

企业年金制度是我国多层次养老保险制度体系的重要组成部分，其核心特征是企业自主建立、税收政策支持、完全实账积累和市场化投资运营。企业年金基金具有的规模性和追求长期稳定投资回报的特点契合资本市场发展的需要，通过市场化投资可与资本市场实现良性互动，增加养老退休储蓄。自 2006 年正式开启市场化投资运营以来，我国企业年金市场不断完善，基金积累规模和参与人数稳步增加。截至 2020 年底，建立企业年金计划的企业数达到 10.52 万个，职工参与人数达到 2717.53 万人，基金总积累额为 2.25 万亿元，是 2007 年基金积累额的 14.81 倍^①，制度成效初显。然而，企业年金的补充收入保障功能远未发挥出来，其促进资本市场发展和增加国民养老财富储备的作用有限。从企业年金基金增量看，2007 年—2019 年平均每年 1400 亿元的资金增长规模对资本市场的影响很小，2019 年企业年金基金积累规模占股票市价总值的比重仅为 3.03%。较之国外发达的企业年金计划，我国企业年金起步较晚，基金规模不大，资产配置趋于保守，保值增值压力较大。长期实行保值资产配置策略是影响企业年金投资收益的重要因素，无法发挥出长期资金的优势和分散投资风险。企业年金投资运营问题不仅影响到基金的保值增值，而且还对企业的扩面工作带来重要影响，本文通过分析我国企业年金基金扩围改革及资产配置特征，针对其存在的现实困境进行深入探讨，最后提出优化多元化资产配置策略的措施。

一、我国企业年金基金扩大投资范围的改革及特征分析

20 世纪 90 年代以来，我国积极推动企业年金制度的发展。在政策的引导下，结合国际经验、制度发展需要和国内市场环境的变化，我国于 2004 年颁布《企业年金基金管理试行办法》，初步奠定了企业年金市场化投资运营模式，明确了年金基金的基本治理框架。因资本市场条件的不成熟和企业年金基金的特殊性，我国采取严格的“双限”方式，即对投资工具和投资比例的严格限制。制度规定，我国企业年金可投资的资产类别包括流动性资产、固定收益类资产和权益类资

^①中华人民共和国人力资源和社会保障部官网.全国企业年金基金业务数据摘要 2020 年度[EB/OL].(2021-03-22)[2021-03-27]. http://www.mohrss.gov.cn/SYrlzyhshbzb/shehuibaozhang/zcwj/202103/t20210322_411561.html.

产，并给出各个大类资产的上下限投资比例。具体而言，流动性资产低配比例为 20%，固定收益类资产配置上限为 50%（其中限定国债低配比例为 20%），权益类资产配置上限是 30%（其中股票投资比例上限为 20%）。制度初创时期，因资本市场发展滞后，投资工具不丰富，选择银行存款、国债等流动性好、风险较小的投资工具，对防范投资风险起着重要作用。2006—2007 年正值资本市场牛市，基金投资主体增加权益资产的实际配置比例，企业年金基金在 2007 年获得了 41% 的投资收益率，短期内投资收益的较大波动也反映出资产配置的结构问题。

（一）企业年金基金资产配置标的变化：三次扩围改革的比较分析

随着基金规模的扩大和资本市场的发展，我国多次调整企业年金投资范围，其中 2011 年、2013 年和 2020 年三次调整改革的影响最大。三次调整的内容各有侧重（见表 1），对企业年金资产配置产生不同影响。

2011 年新修订的《企业年金基金管理办法》对投资工具和投资比例均作出重要调整：一是投资工具上增加中央银行票据、万能保险产品、投资连结保险产品、短期融资券和中期票据等金融工具；二是结合市场环境相应调整各大类资产的投资比例限制，其中固定收益类资产配置比例上限从原先的 50% 上调到 95%，流动类资产配置比例下限从 20% 调整为 5%，取消对国债和股票单一投资工具配置比例的限制，弱化资产配置的约束。2011 年投资范围的调整与当时资本市场较大的波动性有关，2008 年全球金融危机的影响和 2011 年我国“股债双杀”的市场环境给追求绝对收益的企业年金计划带来了前所未有的挑战，为稳定组合收益率，投管人提高了固定收益类资产配置比例、降低了流动性资产配置比例。

2013 年以来，企业年金基金的投资范围经历了两次调整。2013 年的改革新增商业银行理财产品、信托产品、基础设施债权投资计划、特定资产管理计划、股指期货等投资工具，允许固定收益类资产采取杠杆投资，投资比例从 95% 上升到 135%，2013 年的改革正式拉开我国企业年金投资养老金产品的序幕。2020 年调整改革的力度更大，在投资工具、投资区域和权益类资产投资比例上均实现突破性进展。投资工具上采取增删的方式，新增同业存单、国债期货、公开募集证券投资基金和优先股等投资工具，删除万能保险产品和投资连结保险产品等监管难度大和底层资产不透明的投资工具^①，这是促进年金市场发展和有效应对利率

^①李心萍.年金基金拓展投资范围，为资本市场添动力[J].中国经济周刊，2021（1）：52.

下行压力做出的适时调整。投资区域上，允许年金基金参与投资港股通标的股票^①，首次放开年金跨境投资渠道。此次调整的另一个亮点是实现权益类资产投资比例上限从 30%提高到 40%，权益资产配置比例的增加契合企业年金长期资金的属性，有助于完善资本市场建设和服务实体经济。

表 1 我国企业年金投资范围和比例限制

年份	流动性资产	固定收益类资产	权益类资产/投资性保险产品	投资范围	其他
2004 年 (23 号令)	≥20%	≤50% (其中, 国债 ≥20%)	≤30% (其中, 股票 ≤20%)	银行存款、国债、短期债券回购、信用等级在投资级以上的金融债和企业债、可转换债、投资性保险产品、证券投资基金、股票等	境内投资
2011 年 (11 号令)	≥5%	≤95%	≤30%	在 2004 年基础上增加中央银行票据、万能保险产品、短期融资券和中期票据	
2013 年 (23 号文)	≥5%	≤135%	≤30%	在 2011 年基础上增加商业银行理财产品、信托产品、基础设施债权投资计划、特定资产管理计划、股指期货	
2020 年 (95 号文)	≥5%	≤135%	≤40% (其中, 港股通标的产品≤20%)	删除万能保险产品和投资连结保险产品, 增加同业存单, 政策性、开发性银行债券、信贷资产支持证券、资产支持票据等标准化债权类资产和国债期货	境内投资和香港市场投资

资料来源：根据人力资源和社会保障部官方网站上公布的条例整理而来。

我国企业年金投资范围的改革扩展了基金资产保值增值的空间，三次重要调整改革呈现出以下发展趋势：一是配置标的增多。企业年金投资工具从传统的股票、债券和基金等逐步向非传统资产扩展，增加养老金产品、信托产品和基础设施债券计划等投资工具，在风险可控的前提下逐步丰富投资工具，为多元化投资奠定基础；二是投资管理人的权限变大。集合计划的引入和养老金产品投资拓展

^① 港股通标的股票，是指内地与香港股票市场交易互联互通机制下允许买卖的香港联合交易所上市的股票。

了投资管理人的权限，投资人可以根据不同养老金产品的风险收益特征选择产品，并根据市场变化动态调整资产配置，增加了资产配置的灵活性；三是投资限制变少。投资比例和投资区域限制进一步放松，取消国债和股票单一资产类别的比例限制，同时提高权益资产配置比例和放松境外投资限制，不断增强年金市场与宏观金融环境的适应性，部分实现对投资风险的对冲。

（二）企业年金基金资产配置的特征分析

资产配置是指投资管理机构根据投资者的风险收益偏好，在一定风险水平约束下将基金分配到不同资产类别的过程。投资工具的选择、投资比例的确定和动态化调整策略是影响资产配置的硬性约束，会对基金投资收益产生重要影响。

1. 准信托型治理结构和协同监管方式保证了基金资产的相对安全

2004 年第 23 号令初步确立了企业年金基金“委托—代理”的治理框架，并于 2011 年加以完善，最终形成准信托制。准信托制下，受托人并未获得财产所有权，区别于信托制下的双重所有权^①。受托人按照委托人的指示，对企业年金基金资产负主要责任，同时将企业年金基金资产的账户管理权、投资管理权和保管权分别赋予不同的账户管理人、投资管理人和托管人，各管理服务机构严格履行合同中规定的义务和责任。各管理主体相互制约和监督，可降低委托代理风险。同时，为保证年金基金投资管理的安全性，我国采取多主体协同监管方式，即人力资源和社会保障部协同中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会等监管机构对管理服务机构的资格准入、资产隔离、托管、投资管理和投资要求等各个环节进行主动监管，同时要求建立报告和信息披露制度^②，确保基金资产的独立性和安全性，为开展资产配置奠定基础前提。

2. 投资工具多样化增强了大类资产配置的灵活性

我国企业年金具有低风险偏好、资金长期积累的特征，随着我国资本市场建设步伐的加快、监管制度的健全和人们对基金保值增值需求的增加，我国逐渐放宽企业年金投资限制，投资工具选择上逐步突破传统的股票、债券、银行存款等类别，引入包含债权计划、信托计划和优先股产品在内的非标资产（非标准债券资产的简称），投资标的更加多元化。同时，根据市场环境变化适时调整不同类

^①张盈华.我国职业年金投资体制的特征和潜在风险[J].保险研究, 2020 (7): 27-29.

^②王虎峰, 陈晓云.把握企业年金监管的关键点[J].银行家, 2004 (10): 94-97.

别资产的投资比例增强了资产配置的灵活性，尤其是允许受托直投^①养老金产品后，可将组合资金配置到一个或多个标准化的养老金产品，有助于更好地实现投资组合稳定性、流动性和收益性的平衡。

3. 企业年金产品化投资趋势愈发明显

我国企业年金基金实行将资产划分为若干个投资组合的专户管理方式^②。2013 年企业年金基金开始投资养老金产品，年金基金投资实现从专户组合投资向“专户+产品投资”并存的方式发展，资产配置从传统型股债混合为主向多元化配置方向迈进。经过八年的规范发展，已备案养老金产品数量从 2013 年的 80 个上涨到 2020 年的 598 个，实际运作的养老金产品占已备案产品的比例从建立初期的 2.13% 大幅提升到 2020 年的 91.30%。2020 年养老金产品投资规模达到 1.51 万亿元，占企业年金基金积累规模的比例从 2013 年的 2.47% 快速增长到 2020 年的 67.33%，企业年金基金产品化投资趋势明显。较之传统的投资组合管理，养老金产品投资具有明显的优势：一是养老金产品类型多样，包括股票型、混合型、固定收益类和货币型，较为丰富的投资选择一定程度上满足了不同风险偏好投资者的需求。2020 年，我国企业年金计划共有 22 家投管人，实际有 546 个养老金产品正常运作，每个投管人平均运作 24.82 个产品，为年金资产配置提供了较为充足的产品选择；二是养老金产品设置了标准化的投资组合，单个产品可同时对接多个企业年金计划投资，有助于克服小规模投资组合数量多和优秀投资管理人数不多的现实困境，通过后端发起汇集小账户资金^③，提高资产配置效率。

二、企业年金基金市场化投资的困境：资产配置受限明显

我国企业年金制度按照信托方式实行市场化投资运营，委托企业年金理事会或取得资格的法人受托机构进行管理。当前，我国企业年金基金市场化投资尚处于起步阶段，受到政策约束、制度设计内在障碍和资本市场不完善等多重因素的影响，基金资产配置受限明显，面临可投资资金总规模有限、资产配置效率低、资产配置结构欠佳和同质化管理等现实困境。

^① 受托直投是指受托人将基金资产在计划层面直接分配给一个或多个养老金产品。

^② 闫化海.企业年金投资管理模式分析及前景展望[J].当代金融家, 2018(11):98-101.

^③ 房连泉, 闫化海.从 2013 年以来“养老金产品”引入绩效看年金投资改革趋势[J].保险研究, 2020(7): 4-15.

（一）可投资基金规模受限难以有效发挥规模经济效应

2020年，我国企业年金基金资产总规模突破两万亿元，可投资基金资产的绝对规模从2007年的1519亿元上涨到2020年的2.21万亿元。相对规模上，企业年金基金占GDP的比重从2007年的0.56%缓慢增长到2019年的1.82%，企业年金基金总资产规模体量并不大，与英美等发达国家企业年金计划的资产规模相差甚远。基金资产规模的发展壮大受限于建立企业年金的企业数、雇员参与率、缴费水平和工资收入等因素，我国企业和雇员参与企业年金的意愿和动力不足制约着企业年金计划的发展，参保人数增长缓慢的风险不断增加。如果不对制度进行突破性改革，未来增量资金将十分有限。而且，因投资组合数量较多，平均每个投资管理人管理的投资组合的资产规模偏小。以2020年为例，企业年金计划共有4633个投资组合，组合资产规模为2.21万亿元，每个投资组合平均资产规模为4.78亿元，远低于同期养老金产品27.74亿元的平均资产规模。相对有限的基金资产规模不仅挫伤投资管理人通过资产配置获得超额回报的积极性，而且还会增加交易成本。计划难以发挥规模效应的重要原因在于制度设计缺乏内在吸引力。

（二）投资决策主体缺失和专业能力不足影响配置效率

我国企业年金制度赋予受托人制定企业年金战略资产配置的职责，投资管理人负责战术性资产配置，开展具体投资运作。实际运行中，受托人资产配置职能虚化现象突出^①，这与我国复杂的年金治理结构有关。较之国外成熟的信托制，我国企业年金计划参与者没有相应投资选择权，由法人受托机构或企业年金理事会代为统一行使职权，负责选择、更换企业年金管理人和监督年金运营等。因委托人对年金基金长期投资目标缺乏清晰的认识，过分追求短期绝对收益，激励投资管理人更加关注短期投资收益的变化以获取更多增量资金和投资管理权限，很少关注投资组合管理能力和分析投资标的风险等方面，出于风险规避考虑，资产配置偏保守。此外，受托人自身专业能力受限也是影响配置效率的重要因素。受托直投养老金产品的运营方式对受托人的专业能力提出了更高要求。缺乏大类资产配置和投资管理能力的受托人将无法独立开展资产配置和制定有效的投资决策，直接影响配置效率。

^①郑秉文.企业年金受托模式的“空壳化”及其改革的方向——关于建立专业养老金管理公司的政策建议[J].劳动保障世界, 2008(2): 84-97.

（三）年金资产配置结构不佳造成长期投资收益不理想

我国企业年金基金在投资工具、投资比例和投资区域上限制严格，年金资产配置以固定收益类为主，占比高达 70%—80%，权益类资产和非标资产配置比例很低。虽然企业年金权益类资产投资比例的理论上限从 30%上升到 40%，但实际配置比例基本在 10%左右，很少突破 20%^①。投资区域上，年金主要限于境内市场投资，因境内股债市场的相关性比较高，无法有效分散投资风险。年金基金短期投资比例过高和权益类资产投资比例过低的资产配置格局，不仅与企业年金长期积累资金的性质不契合，而且无法从资本市场发展中获取红利，以 2019 年为例，假设股票实际配置比例为 10%，当期入市的基金规模仅为 1798.5 亿元，而 A 股市值为 59.16 万亿元^②，企业年金基金在 A 股市场占比不到 1%，资本市场的参与程度低，长期投资收益水平并不理想。2007—2020 年企业年金加权平均收益率为 7.30%，低于全国社保基金 8.14% 的年均投资收益率，基金增值压力大，投资收益水平不理想与基金资产配置密切相关。企业年金权益类资产配置比例低的主要原因在于投资的严格数量监管政策和资本市场条件不成熟带来的投资主体的主观意愿和动力不足。具体而言，我国资本市场发展不成熟，监管体系不健全，市场机构投资者占比小，波动性较大，为保证基金的安全性，采取严格限制权益类资产配置比例的方式。同时，严格的数量监管在一定程度上限制了投资管理机构根据市场变化及时调整资产配置或新增投资品种的灵活性。

（四）企业统一决策的运行模式加大资产配置同质化管理的风险

我国绝大多数企业年金计划实行企业集中决策的运行方式。制度运行初期采取企业代替个人统一决策的方式具有一定的现实合理性，一方面可以克服大多数员工不具备相应的金融知识和投资能力不足的问题，另一方面企业统一决策能够发挥基金规模效应和降低企业管理成本。然而，随着年金市场的不断完善，企业统一决策弊端逐渐显现。不同年龄、风险偏好的计划参与者采取以货币类和债券类资产为主的保值资产配置策略，最终享有统一的投资收益率，表面上体现出无差别对待，但对于部分风险承受能力强的计划成员而言，中长期内面临着巨大的潜在收益损失。此外，投资管理人由保险系、基金系、券商系构成，不同类别投资管理人的投资能力和擅长的投资领域差异明显。然而，实际运行中，因委托人

^①唐霁松. 加快推进养老保险基金的投资运营[J]. 中国人力资源社会保障, 2020(10): 22-24.

^②国家统计局官网. 中国统计年鉴 2020[EB/OL]. (2020-09-30)[2021-01-17]. <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2020/indexch.htm>.

对投资管理人的考核以受托资产的短期投资收益业绩和相对排名为主，并未考虑其资产配置能力，投资管理人为获得稳定的投资收益，更加注重待遇短期领取的流动性管理，采取较为一致的保守型资产配置方式，无法体现出各自的优势和特长。资产配置的同质化管理不仅无法满足投资者的个性化需求，而且可能加大投资风险，因为投资管理人在自己不擅长的投资领域易出现风险。

三、企业年金多元化资产配置策略的国外经验借鉴：以美澳为例

不同国家企业年金的资产配置差别明显，主要体现在投资工具选择、投资比例设定、配置策略调整和监管方式等方面，这与一国养老金体系的成熟度、风险偏好的异质性、资本市场的发达程度及相关监管框架的健全性密切相关。国外发达国家完全积累个人账户制的资产配置和产品投资选择可简单分为“传统型”资产配置和“专设型”资产配置^①。传统型资产配置是指将年金基金投资于市场上现有的共同基金、股票、债券等金融工具，不设立专门的投资组合或产品，代表国家为美国和加拿大，而专设型资产配置则是在投资现有金融工具外，市场机构提供专门的养老金产品或投资组合供个人选择，比如澳大利亚和智利等^②。本文分别选择美国和澳大利亚作为典型国家进行分析。

（一）传统型资产配置的积极探索：美国 401(k) 计划^③

美国是私营部门雇主养老金计划与资本市场均很发达的典型代表国家。401(k) 计划已经发展成为美国私营部门雇主养老金计划的主流形式。截至 2020 年底，401(k) 计划活跃参保者超过 5900 万，计划资产规模高达 6.7 万亿美元，占私营部门雇主发起设立的 DC (define contribution, 简称 DC) 养老金计划资产规模的 70%^④。401(k) 计划赋予个人充分的投资选择权。该制度建立初期，虽然雇主为计划成员提供各类在线咨询和线上投资帮助等金融教育，但大多数人不愿花时间了解或因为缺乏专业化投资管理能力，将资产全部投资于股票或全部投资固定收益类资产，而且股票投资中又以公司股票投资为主，潜藏着巨大投资风

^①冯丽英.养老金大类资产配置管理的策略[J].中国银行家, 2019 (4) :30-31.

^②董克用, 姚余栋, 孙博. 中国养老金融发展报告 (2016) [M].北京: 社会科学文献出版社, 2016.

^③401(k)计划是根据 1978 年美国国内税收法案第 401 条 k 项条款命名, 是美国私营企业为其雇员建立的养老金计划。该计划基于自愿原则, 允许雇主和雇员将其税前收入的一定比例存入雇主为个人建立的完全积累型个人账户, 实行市场化投资运营。

^④ ICI. Retirement assets total \$34.9 trillion in fourth quarter 2020[EB/OL]. (2021-03-18) [2021-03-31]. https://www.ici.org/research/stats/retirement/ret_20_q4.

险。为有效解决这一问题，美国于 2006 年颁布《养老金保护法案》，引入一系列措施为 401(k) 计划的投资运营提供安全港保护，达到提高退休储蓄的目的。养老金保护法案的颁布对计划资产配置产生重要影响。

1. 自动加入和缴费自动增加机制的引入壮大了基金资产规模

2006 年以后，自动加入机制在美国 401(k) 计划中获得广泛运用，为扩大制度覆盖率和增加退休储蓄，美国辅之以缴费率自动增加机制，制度的创新改革激发了 401(k) 计划的活力，大量雇员的加入和缴费额的增加壮大了资产规模，有助于发挥基金规模效应和降低运营成本。401(k) 计划的雇员参与率从 2007 年的 72% 上升到 2012 年的 92%^①。计划资产规模从 1996 年的 6750 亿美元增长到 2020 年的 6.7 万亿美元，其占同期美国退休总资产的比重从 11.47% 上升到 19.20%。

2. 多元化、平衡式资产配置策略发展优势明显

401(k) 计划秉承长期投资理念，其投资选择类型多样，包括股票基金、债券基金、平衡基金（包括目标日期基金和非目标日期平衡基金）、公司股票、货币基金、稳定价值产品（如保证投资契约和其他稳定价值基金）及其他等（表 2）。401(k) 计划以共同基金投资为主，2020 年 401(k) 计划投资共同基金的资产规模高达 4.4 万亿美元，占计划总资产的 66%^②。401(k) 计划资产配置特征可归纳为：一是股票投资占比高。2018 年，63% 的 401(k) 计划参与者的资产投资股票，包括股票基金、平衡基金中的股票部分和公司股票，其中，公司股票投资比例持续下降，股票基金投资占比维持在 40%—45% 左右，这与计划参与者年轻人居多有关；二是平衡基金投资占比稳步上升，这主要得益于生命周期基金的使用。平衡基金投资占比已经从 2007 年的 15% 上升到 2018 年的 31%，增长了 2 倍多；三是固定收益类和流动资产投资占比有所下降。2008—2018 年债券基金和货币基金投资占比分别从 12% 和 7% 下降到 8% 和 2%；四是境外投资占比稳步增加。401(k) 计划境外股票基金投资占比从 1990 年的 4% 上升到 2020 年 9 月底的 15%，提高了 11 个百分点。401(k) 计划的资产配置呈现多元化、平衡式发展趋势，以共同基金为主的组合投资方式和投资区域范围的扩大有效降低了投资风险。

^①Winn A Melissa. 401(k) plan providers continue to innovate: new features, retirement statements aim to spur savings among Reluctant Investors[R].Employee Benefit News: Retirement Planning, 2014, 28(6):20.

^② ICI. American views on defined contribution plan savings 2020[EB/OL]. (2021-02-18) [2021-03-31]. https://www.ici.org/pdf/21_ppr_dc_plan_saving.pdf.

表 2 2007 年—2018 年 401(k) 计划资产配置情况 单位：%

年份	股票基金	公司股票	平衡基金	债券基金	保证投资契约及其他稳定价值基金	货币基金
2007	48	11	15	8	11	4
2008	37	10	15	12	15	7
2009	41	9	17	11	13	5
2010	42	8	18	12	10	4
2011	39	8	21	12	11	4
2012	39	7	22	12	10	4
2013	44	7	23	9	7	4
2014	43	7	25	8	6	4
2015	43	7	26	8	6	4
2016	44	6	27	8	6	3
2017	40	4	30	8	6	2
2018	39	5	31	8	6	2

资料来源：ICI. 401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2018[J].ICI Research Perspective, 2021,27(2):16-17.

3. 生命周期基金的广泛使用

合格默认投资组合的使用增加了雇主和雇员对生命周期基金产品的需求。生命周期基金的引入对 401(k) 计划的资产配置产生重要影响：一是生命周期基金通过简单的方式实现不同比例的股票和固定收益类资产的组合，为投资者在单一基金中购买混合型产品提供可能；二是实现资产配置在生命周期内动态再平衡。生命周期基金可为雇员提供一站式服务，雇员仅需选择一个合适的接近退休的日期，剩下工作交由投资经理。随着基金接近目标日期，基金提供方将逐步降低风险资产的比例，增加固定收益类资产投资比例，自动实现资产配置的再平衡。较为年轻的计划参与者倾向于投资股票型基金和平衡型基金，而年龄较长者配置在货币基金、债券基金和担保投资契约等固定收益类资产的比例较高。生命周期基金是 401(k) 计划参与者的热门选择。提供生命周期基金的 401(k) 计划占比已经从 2006 年的 32% 上升到 2017 年的 81%，计划资产投资于生命周期基金的比例从 3% 上升到 24%^①。年轻计划参与者持有生命周期基金的比例较高。2018 年，62% 的 401(k) 计划参与者持有生命周期基金，平均而言，20 岁年龄段计划参与者账户资产中的 50.5% 投资生命周期基金，而 60 岁年龄段参与者账户资产持有比例

^①ICI. The BrightScope/ICI defined contribution plan profile: a close look at 401(k) plans 2017[EB/OL]. (2020-08-18)[2021-01-14].https://www.ici.org/pdf/20_ppr_dcplan_profile_401k.pdf.

仅为 22.9%^①。生命周期基金因其多样化投资、专业化投资管理和合适的投资风险敞口使其成为 401(k) 计划投资管理的简单方法，满足不同风险偏好投资者的需求。

（二）专设型资产配置的积极探索：澳大利亚超级年金

澳大利亚是建立强制型企业年金计划的代表国家之一。澳大利亚 90% 的雇员参加了超级年金制度，澳大利亚超级年金类型多样，根据其功能大致可分为企业超级年金、行业超级年金、公共部门和零售部门超级年金。2020 年底超级年金基金资产规模占 GDP 的比例为 148%^②。澳大利亚超级年金制度良好的治理结构、跨境多元化资产配置策略和引入生命周期产品的默认投资选择的运行实践对年金制度的发展和完善有重要参考价值。

1. 多资产、跨市场的资产配置带来稳定的长期投资收益

澳大利亚超级年金采取积极投资策略，投资限制少，除了规定本公司股票投资比例不超过 5% 外，资产配置没有数量限制，也没有最低投资回报率的规定。澳大利亚根据增长型资产占比情况，将投资组合划分为完全成长型（96%~100%）、高成长型（81%~95%）、成长型（61%~80%）、平衡型（41%~60%）和稳定型（21%~40%）^③。澳大利亚超级年金资产配置的特点包括：一是权益类和另类资产等成长型资产配置比例高。股票投资占比在 45% 以上，另类投资占比 20% 以上。较高比例的成长型资产配置为年金获得超额回报奠定了基础；二是现金和固定收益类等流动性资产配置比例大体稳定在 31%~33% 之间，保证稳定的投资回报和资产的流动性；三是跨市场投资。国外市场的股票投资和固定收益资产总投资比例在 30% 以上，可有效避免国内资本市场的波动和适当分享世界经济发展的红利；四是受全球金融危机和低利率市场环境的影响，适时动态调整资产配置（表 3）。超级年金坚守长期投资理念，通过积极投资策略和充分多元化资产配置获得较好的长期投资收益。截至 2019 年 6 月 30 日，超级年金基金 5 年和 10 年的平均投资收益率分别为 7.8% 和 8.7%，对计划参与者的待遇充足性起着重要的作用。

^①ICI.401(k) plan asset allocation, account balances, and loan activity in 2018[J].ICI Research Perspective, 2021,27(2):18-20.

^② ASFA. Superannuation statistics[EB/OL]. (2020-12-17)[2021-01-18]. <https://www.superannuation.asn.au/>.

^③SuperGuide. Best performing super funds: high growth category (81-95%) [EB/OL]. (2021-02-15) [2021-04-03]. <https://www.superguide.com.au/comparing-super-funds/best-performing-super-funds-high-growth>.

表 3 部分年份澳大利亚超级年金资产配置情况 单位：%

资产类别	2008	2016	2017	2018	2019	2020
现金	9	13	12	10	10	12
国内固定收益资产	11	13	14	13	13	12
国外固定收益资产	6	8	8	8	9	9
国内股票	29	23	23	23	22	21
国外股票	23	22	23	25	25	25
上市公司不动产	3	4	3	3	3	3
非上市公司不动产	7	5	5	5	5	5
基础设施	—	5	5	5	6	6
对冲基金	—	2	2	2	2	1
非上市公司股权	—	4	4	4	4	4
其他	—	2	2	2	1	2

资料来源：ASFA, Superannuation Statistics[EB/OL]. (2020 - 12 - 17) [2021 - 01 - 18].
<https://www.superannuation.asn.au/>.

2. 默认投资选项的优化设计推动资产配置的产品化发展

澳大利亚超级年金制度赋予了雇员充分的投资选择权，超级年金通过预设的混合投资菜单，为计划成员提供了一系列基于不同投资策略、投资目标和风险收益的多元化投资选择，如果成员未做出任何选择将采用默认投资策略。同时，超级年金计划允许成员灵活更改投资选择，一般而言，首次转换投资选择是免费的，之后则需要收取一定额度的转换费。实践表明，绝大多数成员因惯性决策、缺乏金融知识和对复杂的退休制度了解不够多，未作出投资选择，大约 80% 的超级年金成员选择默认投资选择^①，74% 的超级年金基金资产通过默认投资选择持有^②。澳大利亚超级年金计划赋予个人完全投资选择权并未实现预想中的市场效率。

为简化参与者的投资选择和降低计划运行成本，澳大利亚于 2013 年正式推出“我的超级年金”（MySuper），旨在为选择默认投资组合的参与者提供相对简单、低成本的产品。我的超级年金对默认投资选择设置了新的规定，要求基金提供者只能提供单一默认投资选择：高度多元化的投资产品（比如某一类型的平衡基金）或生命周期产品^③。高度多元化投资产品的资产配置由 70% 的成长型资产和 30% 的保守型资产构成。以 2013 年“我的超级年金”平衡基金为例，成长型

^①Liu Yi Kevin. Operational structure, investment performance and trustee governance [D]. A thesis submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy, The University of Sydney, 2013: 24 - 26.

^②Iskra Loretta. A technical note on Australian default superannuation investment strategies[J], Australasian Accounting Business and Finance Journal, 2012, 6(2): 116 - 118.

^③Nomura Akiko. Defined contribution pension system ready for reform-growing need to improve investment of DC assets[J], Nomura Journal of Capital Markets, 2015, 6(3): 11 - 12.

资产占总资产的比例为 72.2%，其中股票投资比例为 52.2%，不动产投资占比为 6.4%，另类资产投资占比为 13.6%。现金、固定收益类等保守型资产占比为 27.8%。

“我的超级年金”生命周期产品的特征是随着计划成员年龄的增长，通过下滑路径逐渐减少对成长型资产的风险敞口。大多数生命周期产品设计的总体思路是：计划成员 40 岁以前投资于成长型资产的比例在 85%及以上，在达到 67 岁退休年龄前将成长型资产配置比例逐渐下降到 30%~40%^①。“我的超级年金”的引入为澳大利亚广泛使用生命周期产品打开了通道。此外，超级年金产品化发展对资本市场产生重要影响，年金对长期投资收益的追求激发了市场活力，大量基金公司不断进行金融创新，提供多元化投资产品，满足投资者的个性化需求，各年金管理服务机构之间良性竞争，起到规范市场秩序的作用。

3. 健全的治理结构和双峰监管模式提升了资产配置效率

澳大利亚超级年金实行强制性信托运作方式。受托人在审慎经营和超级年金基金管理中居于核心位置。受托人基于信托责任为受益人管理年金资产，确保基金的唯一目标是为计划成员提供退休待遇。受托人依法对信托资产拥有所有权，依照信托法和委托书的规定行事。委托书列明受托人的职责以及受益人的权利和责任，受托人的主要职责包括：一是综合考虑基金的风险、回报、多样性和流动性，受托人通过制定投资政策、设计投资组合和选择投资经理人开展投资；二是澳大利亚超级年金计划受托人在资产配置和投资管理人的选择上拥有充分的自由裁量权，受托人和其他金融服务提供者构成委托代理关系。受托人对超级年金长期投资目标的清晰认识和专业管理能力有利于做出正确的资产配置决策。同时，良好的治理水平离不开专业化监管。澳大利亚超级年金实行双峰监管模式，即由澳大利亚审慎监管局（Australian Prudential Regulation, 简称 APRA）和澳大利亚证券投资委员会（Australian Securities and Investments Commission, 简称 ASIC）分别负责审慎监管超级年金计划和保护计划成员的权益。审慎监管局要求投资管理人定期进行培训，培育长期投资理念，提升大类资产配置的能力。证券投资委员会主要负责监管受托人履行信息披露和加强投资者金融教育等职责，两部门职责清晰、分工明确，提高了运行效率。

^①Warren Geoffrey. MySuper vs. KiwiSaver: retirement saving for the less engaged[R]. Centre for International Finance and Regulation Working Paper No.037, 2014: 5-8.

四、优化中国企业年金资产配置投资管理的对策

资产配置是年金市场化投资管理的重要环节，是提高年金投资组合收益和控制投资风险的主要手段之一。随着利率市场化的推进和养老成本的持续增加，未来劳动者对积累型企业年金计划投资收益的依赖更大。多元分散化资产配置是企业年金未来发展的方向，亟需在政策优化、制度设计创新和市场完善等方面破解发展瓶颈，激活年金市场的活力。

（一）强化受托人核心地位，完善治理结构

治理结构对基金投资运营绩效和资产配置产生系统性影响。健全的治理结构能够带来良好的投资收益^①。强化受托人核心地位和提升其治理能力、理顺委托人和受托人的关系是完善我国企业年金治理结构的关键，受托人要以保证受益人长期利益最大化为根本目标。除了部分大中型央企（中央管理企业的简称）实行理事会受托外，我国企业年金市场主要以法人受托为主，受托人专业能力的高低直接影响投资管理的有效性和资产配置的合理性。为此，较理想的改革是建立专业化养老金管理公司负责企业年金基金的专业化投资管理^②，通过高效的养老基金管理机构、结构化的投资流程和全面的风险控制机制，在保障成员利益的基础上高度重视战略性资产配置，实现卓越的投资业绩。此外，投资区域的扩大和投资品种的丰富对基金管理机构的专业化水平提出了更高要求。企业年金管理机构应通过专业技能培训促进长期投资和价值投资理念的形成，提升自身管理服务能力。

（二）拓展年金投资范围的广度和深度，实行多元化配置策略

国外企业年金基金投资经验表明，多资产、混合型配置策略能够带来较好的投资业绩，权益类资产是获得长期稳定投资收益的重要投资工具。部分国家股票、另类资产投资比例高于 40%。我国企业年金计划实行严格的投资限制，这在制度发展初期和资本市场变革时期具有合理性，但这仅是过渡之举，随着资本市场深化改革的推进，未来应在风险控制的前提下，通过试点先行、逐步放开策略，进一步拓展年金投资的广度和深度：一方面逐步增加权益类资产和另类资产的投资比例。虽然我国权益类资产配置上限已提高到 40%，但实际配置比例远低于这一水平。21 世纪以来，提高另类投资比重成为部分发达国家年金基金资产

^①段国圣，段胜辉.年金投资管理：评价、问题与建议[J].保险研究，2020（4）：3—15.

^②郑秉文.中国养老金发展报告 2016—第二支柱年金制度全面深化改革[M].北京：经济管理出版社，2016.

配置的新趋势，全国社会保障基金、保险资金等长期资金将一定比例资产配置于另类资产的趋势正在形成。另类资产投资范围广，具有持有时间长、流动性差和收益较为稳定的特征，与传统股票债券投资工具的相关性小，是丰富我国年金基金投资选择的重要工具，值得注意的是，另类资产配置比例的增加建立在年金基金规模壮大、投资管理经验增强、相对明细化管理和风险可控基础之上。另一方面以港通股标的股票投资为先行契机适时开展海外投资。伴随着金融市场的深度国际化、基金资产规模持续扩大和利率下行压力增大的外部环境，实行年金资产国际化配置将成为必然选择。虽然短期内境外投资可能面临汇率风险、国家法律制度差异、投资管理复杂等现实问题，但长期看境外投资利大于弊，尤其对于资本市场发达程度不高的国家而言，境外市场较为丰富的投资工具和成熟的风险管理机制，可实现一定的风险对冲。

（三）创新一揽子制度设计，壮大基金资产规模

企业集中决策的年金运营管理方式一定程度上限制中小企业雇员的加入。扩大企业年金制度覆盖面和壮大基金资产规模离不开年金制度的综合性改革，通过引入自动加入机制、赋予个人有限投资选择权、设计默认基金选项等措施，形成政策合力提升制度吸引力，壮大基金资产规模。首先，引入自动加入机制扩大企业年金覆盖面。我国现行建立企业年金制度的门槛过高，众多中小企业无论财力还是能力均难以达到，因此，建议以推进多层次、多支柱养老保险制度协调改革为契机，借鉴国外成功经验，分阶段推行自动加入，取代之前的自愿参加，并赋予雇员在一定时间内自动选择退出的权利。同时，政府应基于我国非正规就业比例增加的客观事实，通过税收优惠和财政补贴的方式鼓励非正规就业者加入计划，通过软强制和强激励并重方式扩大制度参与率。其次，有限放开个人投资选择权，促进市场选择。赋予个人投资选择权是加快年金投资管理改革和资本市场发展的基础条件。国外大多数 DC 养老金计划赋予个人多样化投资选择权，包括选择养老金提供者、选择投资基金、选择投资产品或随着时间推移对投资基金资产进行再平衡。个人投资选择权范围的大小因国而异，通常资本市场较为发达的国家赋予个人投资选择的范围广，而对于资本市场规模小、发展相对滞后的拉美或中东欧国家，个人投资选择范围比较有限。美国和澳大利亚两国实践经验也表明过多的投资选择不利于投资决策并削弱了规模效应，简化年金选择是近些年改

革的重要方向。因中国年金市场和资本市场发展仍处于初级阶段，可考虑先放开个人选择投资产品的权利。最后，考虑中国公众金融知识有限和风险偏好的异质性，引入具有中国特色的生命周期产品作为默认投资选择，实现生命周期内资产配置的再平衡调整，提升投资质量。

（四）鼓励产品创新和培养优秀投资管理人才，推进养老金产品市场高质量发展

现阶段我国养老金产品投资率较高，但养老金产品主要面向机构开放，投资选择权的放开需要监管部门逐步放开养老金产品向个人销售的政策障碍，从而鼓励年金投资管理人根据市场需求，加快金融产品创新，结合不同年龄段、不同风险偏好劳动者的风险收益特征，灵活设置不同的投资组合和养老金投资产品，发挥不同类别投资管理人在资产配置和产品设计上的优势，形成有序竞争，充分激活市场活力。此外，加快专业投资管理人才队伍建设。大力培育在投资管理、风险控制和产品设计等方面有丰富理论和实践经验的专业化人才。未来不仅需要擅长管理单一资产类别的投资经理，而且还需要培养一批具有综合资产配置能力的投资管理人，做好大类资产配置。

声明：

中国社会科学院世界社保研究中心(简称“世界社保研究中心”)英文为 The Centre for International Social Security Studies at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 CISS CASS, 成立于 2010 年 5 月, 是中国社会科学院设立的一个院级非实体性学术研究机构, 旨在为中国社会保障的制度建设、政策制定、理论研究提供智力支持, 努力成为社会保障专业领域国内一流和国际知名的政策型和研究型智库。

中国社会科学院社会保障实验室(简称“社会保障实验室”)英文为 The Social Security Laboratory at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 SSL CASS, 成立于 2012 年 5 月, 是我院第一所院本级实验室。“社会保障实验室”依托我院现有社会保障研究资源和人才队伍, 由“世界社保研究中心”直接领导, 日常业务运作由“世界社保研究中心”管理, 首席专家由“世界社保研究中心”主任郑秉文担任。

“社会保障实验室”于 2013 年 2 月开始发布《快讯》和《工作论文》两项产品。其中, 《快讯》产品版权为“社会保障实验室”所有, 未经“社会保障实验室”许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登, 如需使用, 须提前联系“社会保障实验室”并征得该实验室同意, 否则, “社会保障实验室”保留法律追责权利; 《工作论文》版权为作者所有, 未经作者许可, 任何机构或个人不得以抄袭、复制、上网和刊登, 如需引用作者观点, 可注明出处。否则, 作者保留法律追责权利。

如需订阅或退订《快讯》和《工作论文》, 请发送电子邮件至: cisscass@cass.org.cn。

地址：北京东城区张自忠路 3 号院东院北楼。

电话：(010) 84083506

传真：(010) 84083506

网址：www.cisscass.org

Email: cisscass@cass.org.cn

联系人：董玉齐