

引入生命周期理念 创新企业年金投资管理模式

□中国人寿养老保险股份有限公司信用评估部总经理 裴勇

竞相布局生命周期型基金

我国的企业年金属于第二支柱的养老金，其在我国养老金体系中的角色，大致与美国养老金体系中的401(k)相对应。因此，研究我国企业年金的投资管理，可以借鉴美国401(k)的做法。

近十多年来，美国养老金投资管理业务中有个明显变化，就是生命周期产品的快速发展。1994年，美国富国银行等机构设计创立了生命周期基金——LifePath Funds，揭开了生命周期型基金产品的序幕，之后该类产品即开始波澜不惊地稳步发展。2006年，美国通过了《养老金保护法案》(Pension Protection Act of 2006)。该法案出台了合格默认投资选择(QDIA, Qualified Default Investment Alternative)机制，即在雇员没有做出明确选择时，雇主可以将401(k)养老金资金投资于QDIA所认可的生命周期型基金(包括生命周期基金、平衡基金和管理型基金等三类产品)，并且免去投资损失的受托责任。把生命周期型基金产品作为默认选择，可以解决企业雇员投资不专业、不理性等问题，深受欢迎。“截至2018年第三季度末，美国目标日期型基金总规模为12040亿美元，目标风险型基金的总规模为3920亿美元。从投资者结构看，第三支柱IRAs和第二支柱DC计划等养老金投资者持有的目标日期基金约占基金总资产的85%，其余部分为非税优养老金计划的投资者持有。”(《个人养老新时代来了！18只养老目标基金稳健运行，更多在路上》2019年4月1日，中国基金报)

虽然从总量上来说，生命周期型基金占全市场的比例还较低(截至2018年三季度，生命周期型基金总规模仅占整体养老金市场总规模的4%左右)，但是从发展角度看，生命周期型基金正逐渐成为企业雇员的主流选择。自1994生命周期型基金诞生以来，尤其是2006年《养老金保护法案》公布以后，生命周期型基金产品在美国一直保持了较快的增长速度，年复合增长率超过了40%，大大高于全部养老金市场的发展速度，成为最受欢迎的个人养老金投资品种。

近年来，我国公募基金行业也在积极拥抱这一趋势，生命周期型基金产品成为众多基金公司竞相追逐的“香饽饽”。2018年3月，中国证监会发布了《养老目标证券投资基金指引(试行)》，标志着我国公募基金行业生命周期型基金产品正式起航。截至目前，中国证监会共批准了四期，总数达到59只养老目标基金，基金规模已超过100亿元。

企业年金投资管理模式需完善

与美国生命周期型基金的高速发展和我国公募基金行业的热情不同，本应成为生命周期型产品主战场的企业年金行业却悄无声息。根据我国人力资源和社会保障部4月2日公布的《2018年度企业年金基金业务数据摘要》，截至2018年底，我国企业年金积累基金14,770.38亿元，实际运作资产总额14,502.21亿元。2018年1月1日以前正式开始投资运作的养老金产品共324只，其中权益类106只，固定收益类195只，流动性产品23只。但令人遗憾的是，其中没有一只“生命周期型产品”。

2004年1月4日，当时我国的劳动和社会保障部颁布了《企业年金试行办法》，标志着我国现行企业年金制度正式起步。由于企业年金制度脱胎于当时部分企业实行的“补充养老保险”，因此，在投资管理上沿袭了过去的做法，即由企业的年金理事会或年金委员会代表员工参与投资决策，而个人没有投资选择权。不论是理事会模式，还是法人受托模式，目前企业年金的投资管理基本都是选择若干投资经理人，然后将年金基金分配给各投资经理人负责投资，再根据投资业绩调整存量资金、分配增量资金。由于在上述模式下，企业年金的受托人(包括年金理事会和法人受托机构)基本上都是按照管理DB型养老金那样，把每个企业的年金基金作为一个整体进行投资管理及核算，只有一个净值，没有根据员工的风险偏好进行差别化管理，个人不能行使投资选择权，这是造成生命周期型产品在企业年金行业缺位的最主要原因。

1994年，世界银行在《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》报告中提出三支柱养老金改革模式的建议。所谓“三支柱”，是指政府法律强制实施的公共养老金计划所构成的“第一支柱”，企业和个人共同缴费形成的职业养老金计划所构成的“第二支柱”，以及在国家税收等政策支持下，完全由个人投资所构成的“第三支柱”。三支柱模式提出后，被包括我国在内的很多国家采用。我国目前基本形成了三支柱养老体系：第一支柱是社会统筹的基本养老和全国社保理事会管理的补充养老；第二支柱是企业年金和职业年金；第三支柱是传统的商业养老金产品和正在试点的税延养老金。

策略左右为难，缺乏一惯性，再加上短期内资本市场变幻莫测，常常使得投资人无所适从，纠结于绝对收益和相对排名中，投资行为普遍短期化，损失了长期资金本应获得的与之相匹配的长期收益，损害了员工的利益。

3、管理成本高。现行企业年金制度设计精细，受托人(理事会)、托管人、账管人和投资经理人各司其职，共同做好企业年金的管理工作，取得了显著成绩。但从投资管理角度来看，是以DB模式管理DC性质的资金，不可避免地出现了现代公司治理中常见的“内部人控制”现象，增加了各个环节的管理成本。

引入生命周期理念

针对我国企业年金投资管理模式存在的不足，借鉴美国生命周期型基金的经验，结合我国目前企业年金投资管理的实践，建议在我国企业年金投资管理中引入生命周期理念，创新企业年金投资管理模式。具体而言，可以考虑采用两种方案：一种是企业方案，一种是个人方案。

1、企业方案。总体上延续目前的管理模式，但改变现行单纯为分配资金而设立投资组合的方式，改为按照企业员工退休时间设立组合。由于按照退休时间设立组合，就可以将相同风险偏好的资金汇集到一起，从而引入生命周期理念，制定相应的投资策略。每个组合单独核算，形成不同的净值。员工可以根据年龄默认加入相应组合，也可以赋予其选择权，根据自己的风险承受能力选择符合要求的组合。除组合设立原则有所改变以外，其他方面的管理仍参照现有模式。

该方案的优点是对现行的企业年金管理模式改动较小，较易实施；缺点是基本能克服上述“投资策略左右为难”和“投资人无所适从”的不足，但依然存在“管理成本高”的问题。

2、个人方案。参照美国401(k)养老金管理模式，完全赋予员工投资选择权，由员工主导。企业年金的投资经理人发行生命周期型产品，每个企业从中选择若干产品供员工自主决策。同时，还给予员工选择除生命周期养老金产品之外，其他类型养老金产品的权利。在此基础上，随着个人税延养老金及公募“生命周期产品”的发展，将来可以逐步打通第二和第三支柱的养老金，实现以“账户”方式对个人的养老金统一管理。

该方案的优点是一步到位，克服上述“投资策略左右为难”、“投资人无所适从”及“管理成本高”的三个不足。缺点是实施难度大，需要信息技术等基础设施建设、需要投资经理人发行管理生命周期养老金产品、需要对企业员工进行较多的培训等。

比较上面的两个方案，虽然“个人方案”实施难度大，但可以一劳永逸，与成熟接轨，较好地解决目前企业年金投资管理中的不足，有利于我国养老金投资管理的长远发展，建议采用。

另外，作为我国第二支柱养老金的一个重要组成部分，目前职业年金正在紧锣密鼓地推进，已经有资金实际进行投资运作。除了省级社保部门担任“代理人”这一新角色之外，职业年金的管理制度与企业年金基本相同。因此，职业年金也采用了与企业年金基本相似的受托、托管、账管和投管模式。每个省级单位的代理人通过公开招标方式，选择若干个受托人、托管人和账管人，然后按照一定的规则将资金委托给各受托人；每个获聘的受托人再选择若干投资经理人，根据与代理人签署的委托协议，与投资经理人一道完成职业年金的投资管理。

不难看出，职业年金运作模式相当于若干个企业年金的加总。由于有企业年金的成功运行经验，因此职业年金采用企业年金相似的管理模式可以从无到有、快速建立职业年金，这无疑是便捷有效的。但凡事有其利，就难免有其弊。职业年金的这种投资管理模式实际上是将一个职业年金计划平行分解成多个“企业年金”形式的计划，因此不但“继承”了上述企业年金投资管理模式的不足，而且管理工作更为复杂，成本更高。如果能够在企业年金投资管理中引入生命周期理念，成功实施上面所建议的“个人方案”，也将为职业年金的投资管理探索出一条新路，使我国第二支柱养老金事业更好、更快地发展。

美国生命周期型产品历年规模统计表(单位:10亿美元)

年底	生命周期型共同基金产品中个人养老金投资(注)			个人养老金投资		个人养老金中投资于周期型共同基金的占比及增速		
	生命周期基金金额	目标日期基金金额	合计		增速(%)	金额	占比	占比的增速(%)
			金额	增速(%)				
1996	3	0	3	—	—	3,460	0.09	—
1997	8	0	8	166.67	18.99	4,117	0.19	124.11
1998	13	3	16	100	17.88	4,853	0.33	69.67
1999	17	5	22	37.5	18.17	5,735	0.38	16.35
2000	19	6	25	13.64	-2.58	5,587	0.45	16.65
2001	22	10	32	28	-3.15	5,411	0.59	32.16
2002	22	12	34	6.25	-5.77	5,099	0.67	12.75
2003	30	22	52	52.94	19.53	6,095	0.85	27.95
2004	40	38	78	50	10.7	6,747	1.16	35.5
2005	69	64	133	70.51	6.18	7,164	1.86	60.59
2006	96	104	200	50.38	18.44	8,485	2.36	26.96
2007	117	168	285	42.5	9.71	9,309	3.06	29.89
2008	82	148	230	-19.3	-22.27	7,236	3.18	3.82
2009	104	234	338	46.96	20.19	8,697	3.89	22.27
2010	119	306	425	25.74	12.64	9,796	4.34	11.63
2011	117	339	456	7.29	1.02	9,896	4.61	6.21
2012	131	435	566	24.12	11.54	11,038	5.13	11.28
2013	153	554	707	24.91	17.5	12,970	5.45	6.3
2014	171	625	796	12.59	6.41	13,802	5.77	5.8
2015	163	671	834	4.77	1.01	13,942	5.98	3.72
2016	164	778	942	12.95	7.19	14,944	6.3	5.38
2017	175	975	1150	22.08	13.2	16,917	6.8	7.84
2018	153	948	1101	-4.26	-3.93	16,253	6.77	-0.35
			复合增长速度30.79%	平均增速35.28	平均增速7.85	复合增长速度7.28%	复合增长速度21.91%	平均增速24.39

数据来源:Investment Company Institute, Federal Reserve Board, Department of Labor, National Association of Government Defined Contribution Administrators, American Council of Life Insurers, and Internal Revenue Service Statistics of Income Division

注:个人养老金包括各类DC计划和IRAs

我国企业年金投资组合及资产规模表

年份	投资组合数(个)	实际运作资产金额(亿元)	资产规模增长速度(%)
2007	212	154.63	—
2008	588	974.90	530.47
2009	1049	1591.02	63.20
2010	1504	2452.98	54.18
2011	1882	3325.48	35.57
2012	2210	4451.62	33.86
2013	2519	5783.60	29.92
2014	2740	7402.86	28.0
2015	2993	9260.3	25.09
2016	3207	10756.22	16.15
2017	3568	12537.57	16.56
2018	3929	14502.21	15.67

数据来源:中国人力资源和社会保障部网站历年企业年金基金业务数据摘要

我国企业年金养老金产品统计表

年份	权益类		混合型		固定收益型		流动性		总数	
	实际运作产品数(只)	期末资产净值(亿元)	实际运作产品数(只)	期末资产净值(亿元)	实际运作产品数(只)	期末资产净值(亿元)	实际运作产品数(只)	期末资产净值(亿元)		
2014	14	31.5	17	128.2	27	307.6	4	46	62	513.9
2015	34	167.2	30	361.4	44	536.3	10	131	118	1195.6
2016	56	247.6	42	588.6	69	1128.2	12	249.9	179	2214.4
2017	87	372.1	55	791.7	109	1997.2	17	341.2	268	3502.4
2018	106	307.5	62	807.1	133	3084.3	23	572.3	324	4771.3

数据来源:中国人力资源和社会保障部网站历年企业年金基金业务数据摘要

自2004年我国规范企业年金后，15年来，我国企业年金的投资管理一直按此模式平稳运行，企业年金市场取得巨大成就。但是，由于把年金基金作为一个整体进行管理核算，没有区分企业员工的风险偏好，该模式还有不足之处，可以进一步完善：

1、投资策略左右为难。由于我国企业年金制度在法理上属于DC模式，因此年金基金属于

员工个人所有。而每个企业的员工也因为年龄、经济条件不同等原因，其风险偏好有很大差异。现行的企业年金投资管理模式是委托人将年金基金作为一个“整体”制定投资策略，没有区分每位员工的风险偏好。一个投资策略只能满足某一部分员工的需求，招致其他员工的不满，使得委托人制定投资策略时左右为难。

2、投资管理人无所适从。由于委托人投资