

企业年金基金管理市场研究与展望

2021 年 1 月 10 日

阅读要点

百瑞信托
博士后工作站

- 经过多年的发展，年金及年金基金管理制度已较为完善，多层次养老保险体系取得了长足发展。截止 2020 年三季度，企业年金累积基金超 2 万亿元，2020 年以来，累计收益 1262.75 亿元，加权平均收益率 6.87%。但企业年金仍面临着发展缓慢且不均衡，体量较小因此惠及人口有限等问题。
- 企业年金基金受托、账户管理、托管和投资管理机构在具有相应企业年金基金管理资格的机构中选择。目前，具备企业年金管理资格的受托人共有 13 家、账户管理人 18 家、托管人 10 家、投资管理共 22 家机构。入围结构皆为行业龙头部机构，且其凭借先发优势向头部倾斜。
- 投资管理方面，年金基金在资产配置上，以固收类资产为主，占比 80% 以上。总体来看，企业年金基金业绩较为平稳，符合其谨慎、长期和分散风险的投资理念。
- 随着 2020 年 12 月底《人力资源社会保障部关于调整年金基金投资范围的通知》（人社部发[2020]95 号，简称《通知》）发布。《通知》规定了年金基金财产的新投资范围，限于境内投资和香港市场投资。投资范围中新增优先股、资产支持证券、同业存单、永续债、国债期货等金融产品和工具。《通知》还将年金基金投资权益类资产比例上限提高 10 个百分点，合计不得高于投资组合委托投资资产净值的 40%。信托方面也有新变化。
- 伴随着《通知》落地，年金基金投资资产配置将更加灵活多样。由于权益类资产投资比重提高，因此预计将带动年金基金收益率提高。预计未来，随着我国养老保险体系日趋完善，年金制度将更加完善、灵活。

企业年金和职业年金共同构成了我国养老保险体系中的“第二支柱”，即职业养老保障体系。企业年金基金和职业年金基金的总和为年金基金，年金基金采用委托-受托模式。经过多年的发展，年金及年金基金管理制度已较为完善，多层次养老保险体系取得了长足发展。

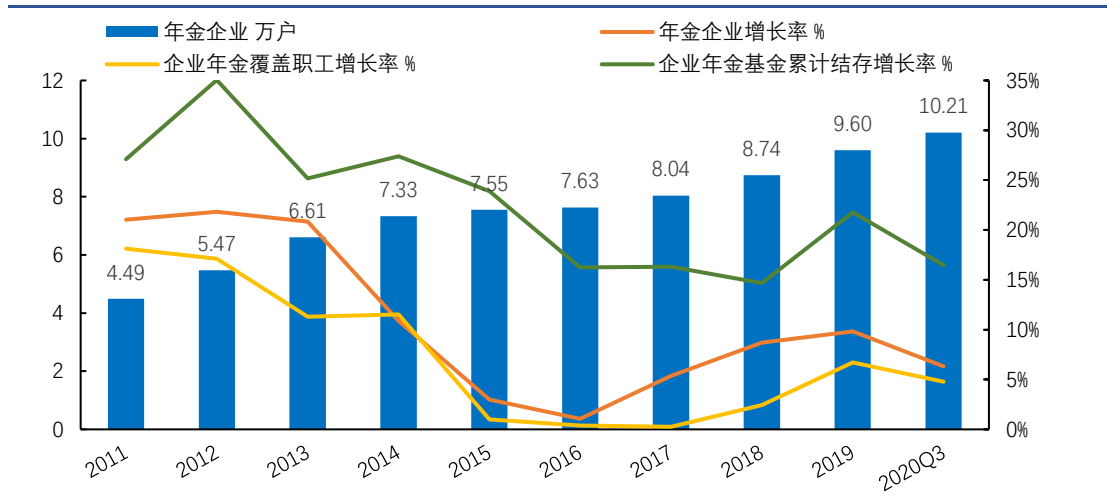
一、企业年金基金市场规模及布局

根据人社部公布的数据显示，截止 2020 年三季度，建立企业年金计划的企业 102,063 个，覆盖职工人数达 2,669.70 万人，累积基金 20,947.49 亿元。建立年金计划 1722 个，其中单一计划 1647 个、集合计划 58 个、其他计划 17 个。实际运作资产 20,756.17 亿元，建立组合数 4559 个。2020 年三季度投资收益 553.58 亿元，本季度加权平均收益率 2.84%。2020 年以来，累计收益 1262.75 亿元，加权平均收益率 6.87%。

1. 基金积累规模稳步增长

经过二十几年的建设，我国的企业年金制度从无到有，取得了较大的发展。从下图 1 可以看出，我国企业年金基金累计金额稳步增长，建立年金计划的企业数量和覆盖职工数量有所提升。但是也必须看到，到 2019 年企业年金累积金额仅相当于全国 GDP 的 2.02%，且在 2015 年后累计结存金额、覆盖职工及企业增长率变缓。

图 1 企业年金参与企业数量及增长率、累积结存增长率



资料来源：人社部

2.规模、惠及人口有待增加

当前，我国的第二支柱在覆盖范围、替代率水平以及发展结构上仍然与世界平均水平存在着较大差距。当前国内养老过于依赖第一支柱。对标美国，我国养老金保障水平低；第一支柱占比过高，第二支柱偏低，第三支柱缺位。从海外经验看，有必要发展和扩充第二、第三支柱发展，为长期资金提供新的来源。

表 1 我国与美国养老金结构对比 (2019)

	名称	单位	第一支柱	第二支柱	第三支柱	合计
中国	规模	亿元	62,873	17,985	2.45	80,860.45
	占养老金比重	%	77.75%	22.24%	0.0030%	100%
	占 GDP 比重	%	7.05%	2.02%	≈0	9.07%
美国	规模	十亿美元	1,910	17,227	13,333	32,469
	占养老金比重	%	5.88%	53.06%	41.06%	100%
	占 GDP 比重	%	8.91%	80.38%	62.21%	151.49%

注：中国第二支柱仅包含企业年金，当前职业年金实际规模未知；第三支柱数据为国务院政策例行吹风会上，银保监会副主席梁涛在答记者问时，个人税延型养老保险保费收入
数据来源：人社部、ICI、Wind

从企业性质上看，建立年金计划的企业以中央企业为主，占比 53.39%，全国各地地方企业 43.61%。抛开中央企业，从地区上看，东部地区企业年金发展完善，且在企业年金企业账户数量、职工账户数、资产金额上占据了绝大部分比重；中部地区发展次之；西部地区发展缓慢。从行业上看，企业年金覆盖的行业分布不均，建立企业年金制度的企业大多为能源、电力、铁路、交通、烟草、银行、证券、保险等行业，且大约 3/4 为国有企业，民企占比很小。因此，我国企业年金存在着发展不均衡的问题。

图 2 2019 年分地区企业年金情况

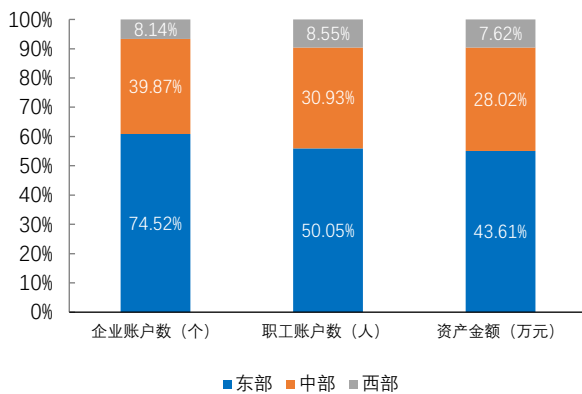
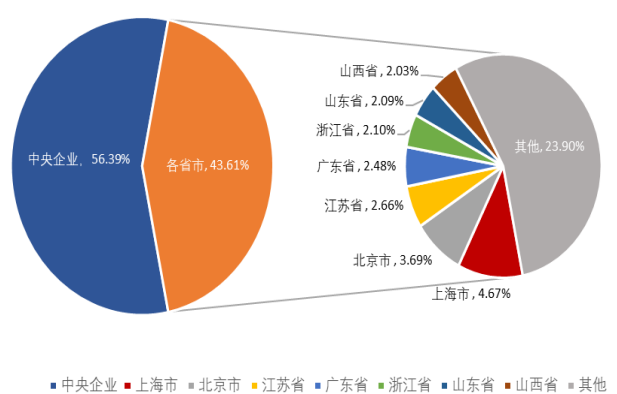


图 3 2019 年中央企业跟个地方企业年金资产



资料来源：人社部，百瑞信托绘制

注：图 2 剔除了中央企业

企业年金这些发展问题背后的原因可能在于：（1）企业缴费意愿不足，特别是小微企业能力较弱，难以建立企业年金；（2）企业年金投资采用单一计划单一投资模式方式，整体偏好较低，难以满足不同投资者的个性化需求。

职业年金制度的建立在一定程度上弥补了第二支柱发展不均衡的情况，但由于职业年金只面向机关事业单位工作人员，主要由公务员和事业编制人员构成，且尚处推进过程中。因此，迄今为止，职业养老保险体系覆盖面仍旧较窄，惠及人口有待扩容。

二、年金管理机构：向头部倾斜

《企业年金基金管理办法》（人力资源社会保障部令第 11 号）规定了企业年金主要由五类主体的参与：委托人、受托人、账户管理人、托管人以及投资管理人。

1.企业年金基金管理机构：入围者多为龙头机构

据人社部 2020 年三季度报告，具备企业年金管理资格的受托人共有 13 家、账户管理人 18 家、托管人 10 家、投资管理人共 22 家机构。具备受托人资格的机构包括养老金管理公司（7 家）、商业银行（4 家）和信托公司（2 家）。具备账户管理人资格的机构包括商业银行（9 家）、养老金管理公司（8 家）和信托公司（1 家）。具备托管人资格的机构全部为商业银行（10 家）。具备投资管理资格的机构包括基金公司（11 家）、养老金管理公司（7 家）、证券公司（2 家）、券商资管子公司（1 家）和保险资管子公司（1 家）。

表 2 具备企业年金管理资格的机构名单

受托人	账户管理人	托管人	投资管理人
华宝信托	工商银行	工商银行	海富通基金
中信信托	交通银行	建设银行	华夏基金
平安养老保险	浦东发展银行	中国银行	南方基金
太平养老保险	招商银行	交通银行	易方达基金
工商银行	光大银行	招商银行	嘉实基金
招商银行	中信银行	光大银行	招商基金
长江养老保险	华宝信托	中信银行	富国基金
中国人寿养老保险	民生银行	浦东发展银行	博时基金
泰康养老保险	中国银行	中国农业银行	银华基金
建信养老金管理	中国人寿养老保险	中国民生银行	中金公司

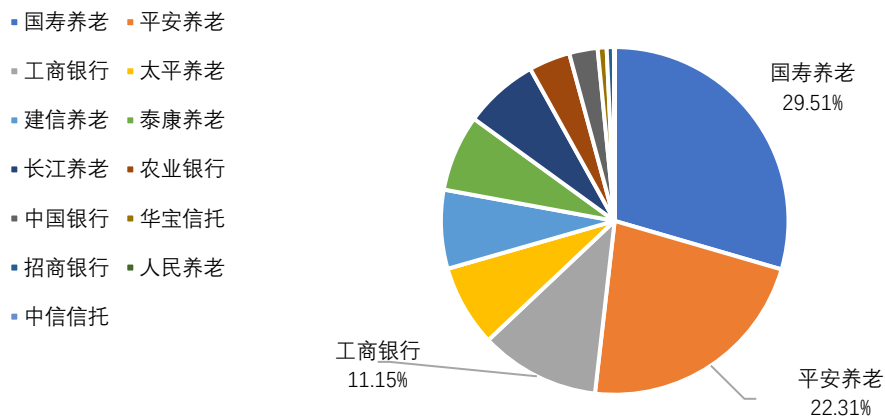
中国银行	泰康养老保险		中信证券
农业银行	平安养老保险		华泰资产管理
中国人民养老保险	长江养老保险		平安养老保险
	太平养老保险		太平养老保险
	农业银行		国泰基金
	建信养老金管理		工银瑞信基金
	中国人民养老保险		泰康资产管理
	新华养老保险		长江养老保险
			中国人寿养老保险
			建信养老金保险
			中国人民养老保险
			新华养老保险
受托资产 14619.99 亿元	企业账户数 102,063 个	托管资产 20,947.49 亿元	投资组合资产 20,332.24 亿元

注：数据截止至 2020 年三季度；数据来源：人社部社会保险基金监管局

2.企业年金管理市场规模：头部效应明显

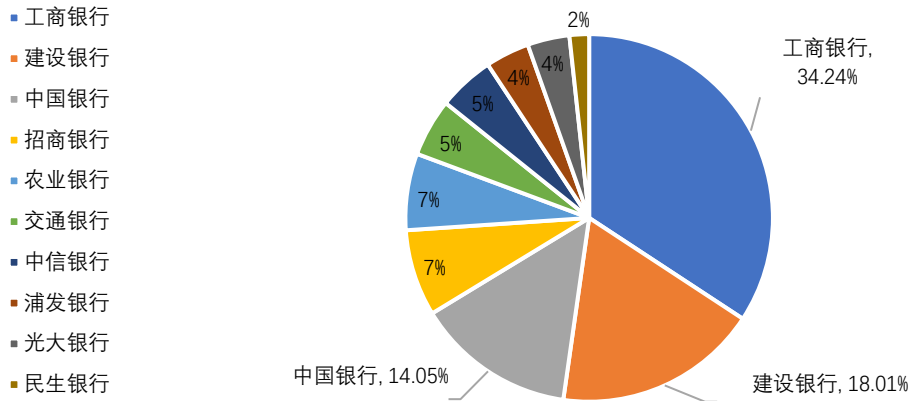
企业年金管理市场向头部管理机构倾斜，即各类管理资格中的头部公司占据了绝对多的资源。

图 4 2020Q3 企业年金受托管理规模（万元）



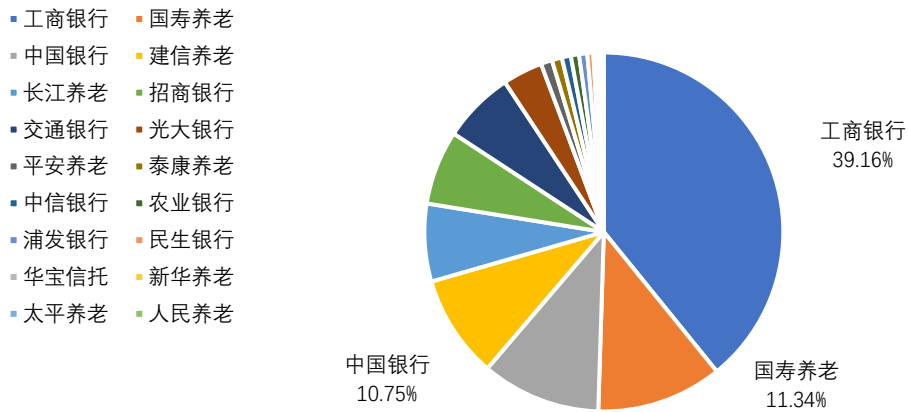
资料来源：人社部

图 5 2020Q3 企业年金托管管理规模 (万元)



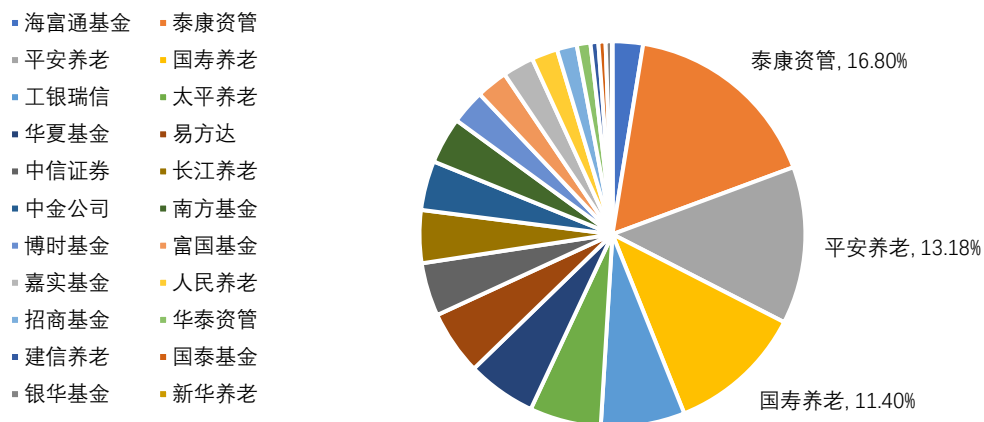
资料来源：人社部

图 6 2020Q3 企业年金账户管理规模 (万元)



资料来源：人社部

图 7 2020Q3 企业年金投资管理规模 (万元)



资料来源：人社部

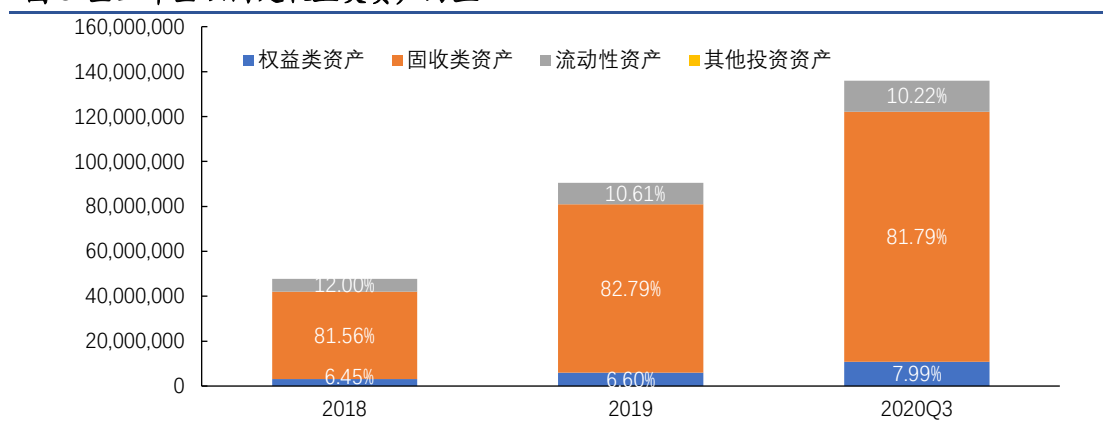
三、投资管理：投资风格偏稳，收益相对稳健

年金基金投资（养老金产品）可横跨二级市场、一级市场以及非标类资产类别。年金基金作为长期资金，规模大、来源稳定，可有助于增强资本市场的稳健性和有效性。此外，其作为人们退休后可以预期的最重要的收入来源，是养老消费的保障，其增值保值的意义重大。

1. 资产配置：以固收类资产为主

与企业年金要求的“谨慎、分散风险”投资理念相匹配，企业年金基金投资风格较为保守，以固收类资产为主，权益类资产占比较低。2020 年三季度，企业年金以固定收益类资产为主，占比 81.79%。且近些年来，投资固定收益类资产的产品份额始终保持在 80%以上的高位。

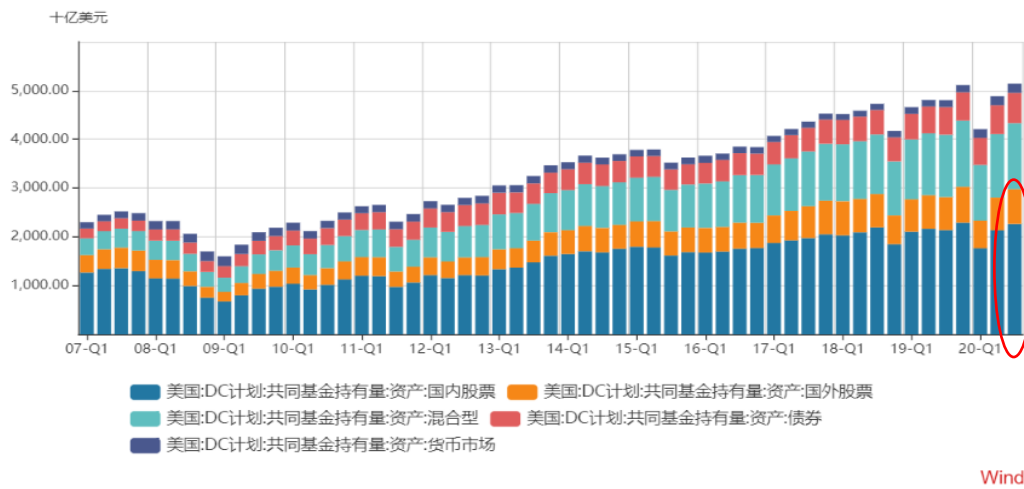
图 8 企业年金以固定收益类资产为主



数据来源：人社部

我国现行的企业年金制度类似于美国养老体系中的 DC 计划，其资产配置具有一定借鉴价值。美国 DC 计划中大多数投资于共同基金，2020 年三季度，共同基金占比 55.58%。从 DC 计划投资的共同基金阵容来看，权益类资产占比最高。截止 2020 年三季度，持有国内和国外股票型基金占 DC 投资共同基金的 57.87%、混合型基金占比 26.39%、债券型基金占比 12.07%、货币型基金占比 3.67%。对比来看，美国 DC 计划的投资资产以权益类资产为主。

图9 美国DC计划中共同基金资产配置



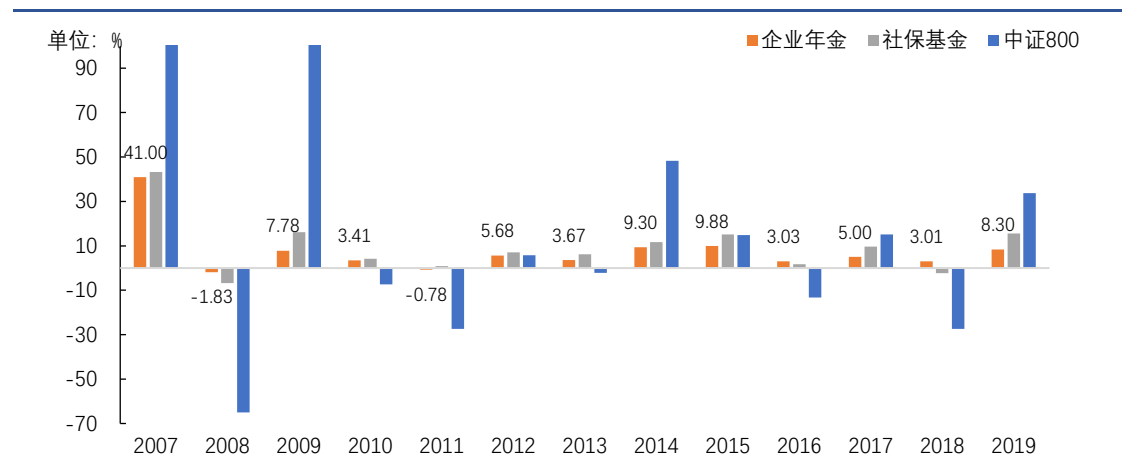
数据来源：Wind

企业年金投资中权益类资产占比较低，近年来，权益类资产占比虽有提升但始终低于8%。企业年金对权益类资产配置较低的原因可能在于，一方面受到法律限制，而另一方面则由于中国股市波动率较大，对投资人择时能力的要求更高。

2.年金基金投资收益较为稳健

2007年至2019年，年金基金几何平均收益率为7.07%，且仅有2008年和2011年出现了负收益，总体来看，企业年金基金业绩符合其谨慎、长期和分散风险的投资理念。对比社保基金的收益来看，2007年以来社保基金几何平均投资收益为8.15%，高于企业年金基金的收益率。但同时，社保基金的收益波动率也高于企业年金基金的收益波动率，这可能与企业年金重点配置固定收益类资产、“一家企业单一年金计划”限制高风险偏好的员工选择等原因有关。目前，全球处于货币宽松的环境当中，迎来无风险利率下行的时代，如仍以配置固收类资产为主，年金基金投资收益率可能会下跌。

图9 历年企业年金收益与社保基金、指数对比



资料来源：人社部、Wind

四. 趋势展望：灵活多样、权益类资产配置比重将提高

随着 2020 年 12 月底《人力资源社会保障部关于调整年金基金投资范围的通知》（人社部发[2020]95 号，简称《通知》）发布，和其他企业年金相关政策的调整与落地，企业年金基金管理市场将呈现新的发展格局。

1. 资产配置将更加灵活多样

《通知》规定了年金基金财产的新投资范围，限于境内投资和香港市场投资。此次《通知》投资范围中新增优先股、资产支持证券、同业存单、永续债、国债期货等金融产品和工具，并调整明确了相关投资品种的投资要求和估值方式等。

信托发行主体及产品等相关方面，《通知》与人社部于 2013 年发布的《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》（简称 23 号文）相比，在信托发行主体、信托产品方面有所变动，而对投资比例方面并未调整，仍保持 10% 的比例上限。

发行主体方面，一是取消了 23 号文中对三类发行主体的限制；二是发行信托产品的信托公司的净资产要求由 30 亿提高到 100 亿元。基础资产方面，将原 23 号文中基础资产限于融资类信托的要求修改为非标准化债权类资产。投资比例方面，投资信托产品以及信托产品型养老金产品的比例，仍保持合计不得高于投资组合委托投资资产净值的 10%。

2.权益类资产投资比重调整带动收益率提高

当前我国企业年金基金中权益类资产比例与海外成熟养老金市场平均 40% 到 50%的比例存在较大差距。长期来看,权益类资产对投资收益的贡献非常可观。根据人社部数据,截止 2020 年三季度,权益类资产成立以来累计投资收益率达 59.08%,固定收益类资产成立以来累计投资收益率为 17.04%。老龄化加剧导致养老金给付压力增加,对收益率要求反而提高,权益类资产配置将被迫提高。

为鼓励中长期资金支持资本市场发展,2020 年底发布的《通知》,提高了权益类资产投资比例上限,合计不得高于投资组合委托投资资产净值的 40%,与全国社保基金权益类投资比例持平,预计带来资本市场增量资金最高将达 3000 亿元。此举给予了年金基金提高权益类资产投资比重的政策空间,是提高产品收益率的有效途径。政策调整后,年金基金投资于权益类资产的比例有望提升。

随着 2020 权益类市场收益的提高,再加上中国股市机构投资者占比的提升、投资者结构的合理化有望降低中国股市的波动率,企业年金对权益类资产的配置比例有望上升,相应年金基金收益率将会提高。

3.年金制度将更加完善、灵活

近年来,为应对日益严峻的人口老龄化问题,多层次养老保险体系取得了长足发展。我国养老保险制度和资本市场制度都已进入改革的深水区,两者在顶层上协同推进,有助于为资本市场带来长期资金的同时,提高年金基金收益水平。中央针对“十四五”时期发展多层次、多支柱养老保险体系也做出了系列部署要求,力求解决好多层次养老保险体系发展不平衡不充分问题。未来,年金基金投资运营规模有望继续扩充,企业年金和职业年金健康发展,养老保险第二支柱更加规范发展。企业年金在税收优惠方面、便携性方面的问题有望改善或解决。