

工作论文

SSL Working Paper Series

WP No.117-20201030

中国社科院世界社保研究中心 主办



这期刊发的《工作论文》是由房连泉、闫化海撰写的《从 2013 年以来‘养老金产品’引入绩效看年金投资改革趋势》。如引用，请注明出处并通知作者——编者。

从 2013 年以来“养老金产品”引入绩效看年金投资改革趋势

房连泉

中国社科院社会发展战略研究院研究员

闫化海

中国养老金融 50 人论坛特约研究员

[摘要]：年金制度（企业年金和职业年金）是我国养老保障体系的第二支柱，基金的投资管理对年金保值增值至关重要。2013 年“养老金产品”的引入是年金制度的一个创新，也是走向国际惯例的重要一步。本文分析养老金产品引入在完善年金治理结构和提升投资效率中的作用，对其近 7 年来的投资绩效进行实证分析，进而指出“产品化”是未来年金投资的一个重要发展趋势，应通过一系列配套改革措施，完善年金投资管理体系。

[关键词]：企业年金，治理结构，养老金产品，投资绩效

一、引言及文献综述

自上世纪 90 年代以来，我国多层次养老保障体系框架逐步建立。2004 年企业年金制度确立，两年后开始市场化投资运营；2015 年职业年金制度得以建立并于 2019 年开始投资市场。年金制度采用 DC 型的信托治理结构，其投资管理模式和运营策略一直备受研究关注。由于种种历史原因，中国企业年金投资管理模式带有明显的国情特色，与国际上 DC 型私人养老金通常采用的投资模式有诸多不同之处，在实践中经常被讨论的几个主要问题有：一是年金受托人职责“空心化”问题（郑秉文，2008；谢世清，2019）。按国际惯例，大部分国家年金采取信托管理模式，受托人在年金管理中起到核心作用。但由于信托文化缺失等原因，在中国企业年金法人治理中，受托人在整个年金管理链条中地位相对较弱，表现在对其他“管理人”角色缺乏制衡^①，尤其是对投资管理人（以下简称“投管人”）的约束力较低。委托人（发起年金计划的企业）通常越过受托人直接选择投管人，投管人在实际投资决策中起到主要作用。这一点与国际上由受托人提供“一站式”服务和投资选择产品的做法不同。二是计划参加成员无投资选择权（房连泉，2017；李连仁，2015）。参加年金计划的企业以大型国企为主，由企业直接选择受托人和投管人，职工无投资选择权。这一点使得年金制度兼有 DB 特点，即由企业代表职工进行基金的集合投资，而非采取 DC 型计划下个人分散化投资方式。在实践中，一个年金计划的资产被划分为多个投资组合，每个组合由投管人为企业提供“一对一”的投资服务，称为“专户”投资（闫化海，2018）。三是年金投资采取数量监管模式，投资范围和投资比例受到严格控制，当前国际上流行的自动加入、默认投资和生命周期产品等做法尚未引入中国，很大程度上限制了年金资产增值能力（郑秉文，2016）。

为促进企业年金市场健康发展，提高企业年金基金投资运营效率，2013 年 3 月 22 日，人力资源和社会保障部（以下简称“人社部”）颁布《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》（人社部发[2013]23 号，简称“23 号文”）和《关于企业年金养老金产品有关问题的通知》（人社部发[2013]24 号，简称“24 号文”）。两个文件首次在企业年金制度中引入“养老金产品”概念，对其投资方式和范围进行了明确规定。所谓养老金产品指的是，由企业年金基金投资管理人发行

^①按现行企业年金管理办法，年金管理涉及受托人、账管人、托管人和投资管理人四个角色。

的、面向企业年金基金定向销售的企业年金基金标准投资组合^①。按两个文件的规定，养老金产品是面向整个年金行业发行的标准化投资产品，所有受托人和投资人都可在计划层面和投资组合层面直接购买市场上的养老金产品，属于“一对多”的直投方式。该方式与大多数国家养老基金采用的基金产品选择模式相近，开启了企业年金投资“产品化”的时代。在此意义上讲，2013年养老金产品的引入是中国年金投资改革的一个重要里程碑式事件，必将对改善年金治理结构和提高投资绩效带来深远影响。在过去7年中，养老金产品获得快速发展，在年金投资中占据的份额越来越高。截至2019年底，养老金产品的规模达到9054亿元，占到整个年金市场（包括企业年金和职业年金）投资资产的40.34%^②，对“专户”投资方式的替代作用已越来越明显。

相较传统“专户”模式，养老金产品投资范围更广，资产配置更加多元化，权益类资产投资上限更高。从投资组合理论出发，养老金产品有助力于提高年金资产的盈利能力；同时由于规模经济效应，它还可降低年金基金的投资管理成本。那么，养老金产品的实际投资绩效究竟如何，这是本文拟回答的问题。

关于养老金产品相关问题的研究，已有研究成果主要分布在以下几方面：一是关于养老金产品发展情况的跟踪分析。董克用、姚余栋自2016年以来连续四年编制《中国养老金融发展报告》，对历年养老金产品的市场发展概况进行汇总分析，根据历年的《全国企业年金基金业务数据摘要》数据，对养老金产品的规模、品种、投资状况和信息披露等内容进行了详细解读，尤其指出年金投资已进入产品化时代。二是对养老金产品投资方式的研究。闫化海（2019）对于引入养老金产品后对年金投资模式的影响进行了分析，指出养老金产品“受托直投”对改变了企业年金基金和职业年金基金的投资层级关系，提高了资产配置效率。三是关于年金及其他机构投资者投资绩效的研究。国内对于证券投资基金行业投资绩效的研究评价较多，主要是利用深、沪上市公司数据，对公募基金的投资收益、风险和业绩归因等指标建模型分析（参见王聪，2001；李红权、马超群，2004；齐岳、孙信明，2016）。而对社会保险基金及年金等养老基金机构投资者的绩效

^① 参见人力资源和社会保障部. 关于扩大企业年金基金投资范围的通知. http://www.mohrss.gov.cn/shbxijids/SHBXIDSzhengcewenjian/201304/t20130402_95729.html;

人力资源和社会保障部、银监会、证监会、保监会关于企业年金养老金产品有关问题的通知 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/jj/qynj/201310/t20131021_236656.html

^②作者根据《全国企业年金基金业务数据摘要 2019 年度》数据计算。

评价则研究较少，已有研究主要集中在模拟分析和年金基金整体投资绩效的评估两个方面。例如，李红刚、刘子兰（2005）根据《企业年金基金管理试行办法》对年金的投资范围和比例规定，对企业年金基金投资效率进行了模拟实证分析，重点测度了费率对投资绩效及年金目标替代率的影响。董玉方、郝勇（2014）分析了中国企业年金基金历年来的总体收益情况，然后通过对比不同期间组合投资收益率情况，发现年金投资绩效与组合运作期间的长短有关。李心愉、钱嫣虹（2017）利用 2012—2016 年企业年金集合计划投资组合的数据，采用多种方法评价投资绩效，结果表明四年期间企业年金投资风险调整收益率有所提升，但基于 DEA 模型的投资效率仍然较低；对于固定收益类投资组合来说，投资绩效存在资产的规模效应，同时呈现一定正持续性；对权益类投资组合，两种效应并不明确。段国圣、段胜辉（2020）通过将年金投资收益率拆分为资产配置收益率和主动管理增值收益率两部分，证实资产配置优化可以提升年金投资收益，但年金行业的主动投资管理并未产生超额收益。

本文重点对 2014 年以来养老金产品的投资绩效进行评估，利用历年《全国企业年金基金业务数据摘要》披露数据，对养老金产品投资方式与传统“专户”投资及同类公募基金进行比较，评价养老金产品的投资绩效及其影响因素，并探讨未来的改革方向。以下论述分为三个部分，第二部分为规范分析，重点分析养老金产品引入的背景和过程，及其对提升年金投资效率的作用；第三部分重点对过去 7 年养老金产品的投资绩效进行实证研究；第四部分得出主要结论，提出促进年金投资管理体系改革的政策建议。

二、养老金产品引入的背景及发展回顾

（一）养老金产品化的国际发展趋势

从企业年金市场较为发达的国家来看，养老金资产配置与产品的选择大致可分为两种模式（刘小菲，孙博，2016），一种是投资于市场现有金融工具，比如共同基金、股票、债券等，不设立专门的养老金产品或投资组合。美国和加拿大等都是此种模式，称之为一般产品模式。形成这种模式与该国的资本市场和养老金行业特征有关，在美国养老金资产管理并没有采取资格准入制度，符合条件的金融机构都可以参与养老金资产管理。同时美国发达的资产管理行业为企业年金

提供了很好的投资工具，如共同基金等，故不再需要针对养老金设立专门投资产品；另一种是除了投资市场上现有的金融产品外，市场机构也会提供专门的养老金产品或者针对养老金的投资组合供个人投资者选择，这种模式可以称之为专设产品模式。澳大利亚、智利等采用的就是这种模式。在澳大利亚的超级年金中，个人投资选择权非常广泛，既可以自由选择账户中的投资标的，也可以选择自己的投管人。因此不同投管人之间的竞争非常激烈，未来吸引客户，需要设计各种各样的产品来提高自己的核心竞争力。

从发展趋势，国外DC型企业年金计划越来越普及产品化投资模式，当前一个最明显的改革举措是，为计划参加成员提供简单化的投资产品设计和默认选项 (Default Option)，例如生命周期基金产品等。以美国哈佛大学的退休金计划为例，目前学校教师退休计划主要委托先锋 (Vanguard)、美国教师退休基金会 (TIAA) 和富达 (Fidelity) 三家机构管理，它们为雇员提供各类基金产品，雇员即可以选择现成的目标日期基金 (TDF)，也可以通过“核心基金” (Core Fund) 去配置资产，还可以直接购买年金产品^①。再如，智利在 2002 年的改革中，在养老金行业中引入了多基金 (Multi Fund) 制度，每家养老金公司 (AFP) 需设立 A、B、C、D、E 五支投资基金供参保人选择，五支基金的投资风险依次递减 (见图 1)。在中国香港地区，强积金注册计划由单一或多个“成分基金” (Constituent Fund) 组成，每一个成分基金均为计划成员提供各种投资选择，包括货币市场基金、保证基金、债券基金、混合基金和股票基金等类产品；在 2016 年的投资改革，强积金引入预设投资策略，开始将生命周期基金产品纳入选择范围。从以上案例可看出，国际上养老基金越来越广泛地运用产品化投资方式，主流趋势是养老金投资产品的标准化和便捷化。

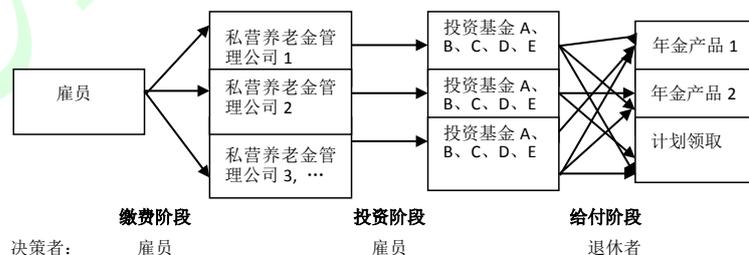


图 1：智利养老基金投资管理模式

资料来源：房连泉. 智利养老金制度研究[M]. 北京: 中国社会科学出版社.

^①参见 Harvard University Retirement Center (HURC), <https://hr.harvard.edu/investment-options>.

（二）2013 养老金产品引入的背景

中国企业年金制度采取法人受托治理结构，但不同于国外年金制度下委托人（雇员）直接投资决策的做法，年金基金采用类似于 DB 制度下的企业委托投资方式，位于后端的投管人在投资决策中起主要作用。随着企业年金市场发展，年金基金规模快速增加，组合数量不断增多，“专户”投资模式面临的挑战加大。一是投管人能够有效管理的组合数受限。由于投资经理资源是既定的，且投资经理的人力成本高昂，公司不可能无限增加投资经理人数；二是每个投资经理管理组合数量日益增多，由于投资经理的时间精力有限，难以管理超出其有效管理范围的投资组合，必将导致投资效率低下。在此背景下，减少投资组合数量、提高投资效率是当时年金监管部门改革的主要出发点。

2013 年初，人社部出台 23 号和 24 号文，正式推出养老金产品这一创新模式。从属性上划分，养老金产品虽然属于后端发起，但不是后端集合计划，与现有的前端集合计划、单一计划均不构成对等竞争关系。从本质上讲，养老金产品是一款投资工具，只不过是专门面向企业年金基金发行的标准化投资工具。按规定，年金投资组合资产或计划资产均可投资养老金产品。在前者情况下，投管人承接的投资组合资产投资于一个或多个市场上公开的养老金产品，属于后端投资；在后种情况下，受托机构直接将受托管理资产分配给一个或多个养老金产品，称为“受托直投”，这与国际上标准的养老金产品直投方式非常相近。在此意义上分析，养老金产品的出现是中国企业年金投资模式的一个转折点，尤其是受托直投模式是对投资组合模式的改进和优化，实现了“去投资组合化”，有利于简化年金基金投资流程，提升投资效率（见图 2）。“受托直投”工作的开展，将促使受托人在战略资产配置、投资监督、产品研究评价方面将发挥更大作用，逐步回归到受托人在年金治理结构中的核心位置（闫化海，王赓宇，2016）。

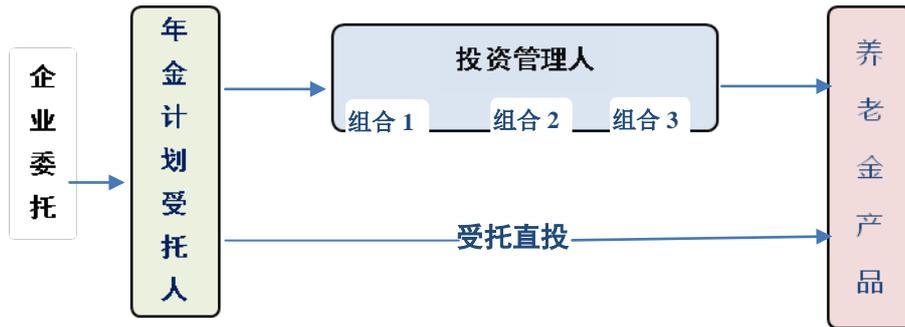


图 2：养老金产品引入后形成“受托直投”方式

(三) 七年来养老金产品发展回顾

1. 产品数量和规模快速扩张

自 2013 年引入以来，养老金产品获得了快速发展。表 1 说明了历年养老金产品的发展规模情况，可看出自 2014 年以来，养老金产品数量年均增速达近 50%，规模年均增速则达到 66.6%，到 2019 年末已占到整个企业年金投资资产的近 40%，显示出超快的发展速度。在收益率方面，在过去 6 年内，其中 4 年养老金产品的收益率超过了整体年金市场整体平均水平。7 年下来，养老金产品年化收益率为 7.80%，略高于行业平均水平 7.71%。

表 1：2013 年以养老金产品数量、规模及投资收益情况

年度	已运作产品数量 (个)	已备案产品数量 (个)	养老金产品规模 (亿元)	养老金产品/年金积累规模 %	养老金产品平均收益率 %	企业年金行业平均收益率 %
2013	17	80	149	2.58%	--	3.67
2014	62	147	513.91	6.94%	8.29	9.30
2015	118	226	1195.90	12.92%	10.48	9.88
2016	179	398	2214.39	20.59%	3.49	3.03
2017	268	549	3502.44	25.57%	5.44	5.00
2018	324	571	4771.28	32.90%	3.25	3.01
2019	456	533	6509.92	36.80%	7.99	8.30
2014 年以来年均增速%	49.04	29.38	66.16	39.60	7.80	7.71

数据来源：历年《全国企业年金基金业务数据摘要》，

<http://www.mohrss.gov.cn/SYrlzyhshbzb/shehuibaozhang/gzdt/>；历年《中国养老金融发展》报告。

2. 提升年金基金投资效率

表 2 说明了自 2014 年以来养老金产品市场的发展情况。可从平均规模、投资经理数量和持有人数量 3 个指标，来评价投资效率的提升。

表 2：2014 年以来养老金产品平均规模、持有人和投资经理数量变化情况

年度	企业年金投资组合个数	组合数的增长率 %	养老金产品平均规模亿元	投资组合平均规模亿元	养老金产品投资经理数量个	投资经理人均管理产品数量只/人	养老金产品持有人总数人	养老金产品平均持有人次人/个
2014	2740	8.77%	8.29	2.51	--	--	--	--
2015	2993	9.23%	10.13	2.75	109	1.08	5685	51.68
2016	3207	7.15%	12.37	2.66	140	1.28	9870	55.14
2017	3568	11.26%	13.07	2.53	189	1.42	15522	57.92
2018	3929	10.12%	14.73	2.48	279	1.16	21305	65.76
2019	4327	10.13%	19.86	2.58	263	1.80	39705	87.07

数据来源：历年《全国企业年金基金业务数据摘要》

， <http://www.mohrss.gov.cn/SYrlzyhshbzb/shehuibaozhang/gzdt/>；历年《中国养老金融发展》报告。

(1) 产品平均规模。在 2012 年以前，历年年金投资组合数量增长速度均在 20%以上；2013 年养老金产品推出后，投资组合增速逐步下降，近年来维持在 10% 中枢附近上下浮动，说明了养老金产品起到了替代作用。从两类投资方式的平均规模对比看，养老金产品的平均规模已远超过投资组合，到 2019 年时其平均规模已高到后者的近 7 倍。这说明养老金产品存在的规模效应，它是面向全市场的，而投资组合仅面向单个年金计划。

(2) 持有人数量。到 2019 年末，养老金产品的持有人为 39705 人，实际投资运作产品数为 456 只，平均每只养老金产品的持有人为 87.07 人。

(3) 投资经理数量。2015 年养老金产品投资经理平均每人管理的 product 数量为 1.08 只；同年，20 家投管人管理投资组合的投资经理人数为 206 人，当年投资组合数 2993 个，平均每人管理的组合数为 29.06 个，是养老金产品投资经理管理数量的 26.90 倍。该指标充分说明了养老金产品对年金管理效率的提升作用：相比“专户”模式下一位投资经理管理近 30 个组合的情况，在“产品”模式下，一位投资经理仅负责一项养老金产品设计，大幅提高了资产配置能力。2015 年养老金产品平均持有人为 55.14 个，产品平均持有人数量/投资经理人均管理产品数量为 51.05 (55.14/1.08)，远高于“专户”方式下人均管理组合的数量 (29.06)。因此，从总体上看，养老金产品投资方式降低了投资经理的配置成本。

3. 丰富年金资产配置工具

养老金产品的产品类型丰富、产品线齐全。目前，养老金产品的产品类型涵盖了市场上绝大多数的投资品种，权益类资产产品包括股票型、股权型、优先股型、股票专项型 4 类产品；固定收益类资产产品包括混合型、普通型、存款型、

债券型、债券基金型、商业银行理财产品型、信托产品型、债权计划型、特定资产管理计划型、保险产品型等 10 种产品形式；流动性资产产品包括货币型产品；此外，随着企业年金投资范围的不断扩大，还有其他投资资产类型的其他形式的养老金产品，丰富的产品类型养老金资产配置奠定了良好基础(闫化海, 2017)。

养老金投资可在不同投管人和不同类型产品之间进行分散配置。养老金基金可持续地获得风险调整后收益是第一位的，如何在不同投管人和不同产品之间进行有效的资产配置是非常重要的。从投管人的角度来看，市场上 22 家投管人主要分为三类投管人：保险类投管人、证券基金类投管人和银行类投管人。三类投管人在投资能力、投资风格、核心项目资源等方面各有所长，都有各自的优劣势，三类投管人的养老金产品为养老金进行分散化资产配置提供了诸多选择；从不同的养老金产品来看，不同类型的养老金产品有不同的风险和收益特征，在不断变化的资本市场中如何选择适合委托人风险偏好和收益目标的养老金产品是非常重要的。近几年在利率下行的大环境下，随着资本市场环境的变化，二级市场的波动加剧，在此情形下，养老金不得不将投资标的转向可以提供较为稳定收益的另类产品或其他创新性养老金产品，如信托产品、股权型养老金产品等，这些具有稳定收益或成本计价的养老金产品成为资金追逐的对象。

4. 逐步推广至各领域养老基金投资

从属性上看，养老金产品是面向企业年金基金定向销售的标准投资组合，目前尚未向个人和大部分机构开放；从投资者限定、持仓披露不公开等角度看，养老金产品具有私募基金的属性；但从投资范围、投资比例和日净值披露的角度看，养老金产品与公募基金又有相似之处。随着中国养老保险基金的快速增长，养老金产品具有广阔的应用前景。2015 年第一支柱城镇职工基本养老保险基金正式启动投资，国务院在同年发布的《基本养老保险基金投资管理办法》中，将养老金产品纳入基本养老保险基金投资范围，至今已有 5 年历史。2019 年，面向机关事业单位参保职工的职业年金开始投资运作，其投资政策与企业年金基本一致，养老金产品成为其主力投资工具之一。根据人社部公布数据，2019 年末第二支柱中养老金产品规模为 9054.48 亿元，企业年金实际投资运作的规模为 17689.96 亿元，职业年金实际投资运作规模为 4757.37 亿元。据此可推算，2019 年度第二支柱养老金投资的产品化比例指标已达 40.34% (闫化海, 2020)。

三、养老金产品投资绩效实证分析

人社部于 2014 年第二季度开始公布养老金产品数据，至 2019 年末共披露了 23 个季度的《全国企业年金基金业务数据摘要》（以下简称“摘要”）。本文利用《摘要》中关于企业年金全部投资组合、养老金产品信息作为样本，对养老金产品投资绩效进行投资收益、风险调整和规模效应等方面的相关数据分析。需要说明的是，2019 年职业年金开始市场化投资，由于仅有一年的时间，数据披露相对不足，本文分析的目标范围仅为企业年金基金。

（一）养老金产品与“专户”投资比较

如上所述，年金投资可分为“专户”（投资组合）和“产品”（养老金产品）两种方式。为对比两种方式的投资业绩，在此将《摘要》数据进行分解处理。《摘要》提供了历年年金整体资产和养老金产品的收益率数据，根据养“产品”资产规模及收益可以推算出“专户”方式下的资产及收益率。

“专户”投资规模=年金实际运作资产金额-养老金产品资产规模；

“专户”投资收益率=（年金实际运作资产当年收益-养老金产品资产规模*年收益率）/专户规模；

《摘要》关于收益率的计算方法规定为：当年加权平均收益率计算的样本为投资运作满当年的投资组合，计算方法为样本组合收益率的规模加权，以上年末和当年 4 个季度末平均资产规模为权重；各组合收益率为单位净值增长率。因此，在计算过程中，关于各类年金资产规模的计算，均采用 5 个季度末的规模加权方法计算出平均值。计算出的历年主要结果见下表 3，可看出养老金产品的规模相比专户投资的差距逐步缩小，至 2019 年末二者之比已接近 60%的比例；在过去 6 年内的大多数年份内，两种投资方式下的收益率差别保持在 1%之内，其中有 4 年养老金产品的收益率超过了“专户”投资，二者年化收益率之差为 0.13%。从总体上看，养老金产品的收益率略好于“专户”投资。

表 3：2014 年以养老金产品与“专户”投资规模及收益情况比较

年度	养老金产品规模亿元(1)	“专户”期末规模亿元(2)	二者之比(1)/(2)	养老金产品收益率%(3)	“专户”收益率%(4)	二者之差(3)-(4)
2014	513.91	6,888.95	7.46%	8.29	9.36	-1.07
2015	1195.90	8,064.40	14.83%	10.48	9.81	0.67
2016	2214.39	8,541.83	25.92%	3.49	2.94	0.55

2017	3502.44	9,035.13	38.76%	5.44	4.85	0.59
2018	4771.28	9,730.93	49.03%	3.25	2.91	0.34
2019	6509.92	11,180.04	58.23%	7.99	8.49	-0.5
年均增速(年均收益率)%	66.16	10.17	-	7.80	7.67	0.13

数据来源：作者根据历年《全国企业年金基金业务数据摘要》计算。

(二) 分类别养老金产品投资绩效

养老金产品主要分为权益型、混合型和固定收益（简称固收）型三大类。在此采用超额收益率和夏普指数，对 2015 年初至 2019 年末期间三类产品的投资绩效进行评估。超额收益率衡量的是产品收益超过无风险收益的部分；夏普指数是常用的基于风险调整收益的绩效评价指标，其基本含义是投资组合（产品）承担的每单位总风险所带来的超额收益大小。在此，采用一年期国债利率（年度平均值）为无风险利率。从表 4 结果可发现，5 年期间三类养老金产品在大部份年份内均获得了超额收益，年化收益率排名依次为股票型（9.86%），混合型（7.15%）和固收型（6.22%）；权益型产品的收益率波动幅度也较大，其中有两年的超额收益为负，其夏普指数也稍低；固收型产品在所有年份内都跑赢一年期国债利率，其收益率相对固定；混合型产品则介于二者之间。

表 4：2014-2019 各类养老金产品投资绩效情况

年度	国债利率 %	年均收益			超额收益（相比国债）			夏普指数		
		权益型%	混合型%	固收型%	权益型%	混合型%	固收型%	权益型%	混合型%	固收型%
2015	2.52	24.95	13.48	9.03	22.43	10.05	5.60	1.54	1.56	2.27
2016	2.30	0.36	3.77	5.08	-1.94	0.34	1.65	-0.71	0.18	4.15
2017	3.33	12.11	5.42	4.29	8.78	1.99	0.86	0.87	0.84	0.84
2018	3.04	-11.3	2.93	5.93	-14.34	-0.50	2.50	-1.72	-0.41	1.71
2019	2.56	28.33	10.54	6.81	25.77	7.11	3.38	1.82	2.59	1.66
年化收益	-	9.86	7.15	6.22	-	-	-	-	-	-

数据来源：作者根据历年《全国企业年金基金业务数据摘要》计算。无风险利率数据来自中国债券信息网，http://yield.chinabond.com.cn/cbweb-mn/yield_main?locale=zh_CN

三类养老金产品中，股票型产品配置权益类资产的比例下限仅为 30%，资产配置风格与混合型公募基金较为接近；混合型产品权益类资产的配置比例上限为 30%，资产配置风格与公募二级债基金接近；固收型产品对固收类资产的配置比

例要求高于资产净值的 80%，与公募纯债基金相近^①。在此，利用《摘要》数据，对 2016 年初至 2019 年末期间（16 个季度）持续存在的 91 只养老金产品进行统计分析，其中股票型为 28 只，混合型为 28 只，固收型为 35 只。采用wind数据库中上述三类公募基金的收益数据与养老金产品进行比较。从表 5 可看出，近 4 年来三类养老金产品总体收益率均高于同类公募基金水平，反映基金收益波动性的标准差水平也略高于公募基金，说明养老金产品的收益率好于市场上的公募基金产品，但波动性也稍大一些。

表 5：2016 至 2019 年各类养老金产品投资绩效与公募基金的比较

产品类型	2019 收益率 %			近 4 年总收益 %			近 4 年年化收益率 %
	平均值	中位数	标准差	平均值	中位数	标准差	
股票型养老金产品	35.51	27.99	18.07	21.58	20.07	20.00	5.01
混合型公募基金	32.67	30.47	12.88	15.04	15.29	16.30	3.56
混合型养老金产品	9.90	5.55	2.83	20.87	21.84	5.49	4.85
公募二级债基金	10.64	8.74	4.99	9.23	10.86	5.20	2.23
固收型养老金产品	5.82	3.08	1.96	20.50	19.81	3.83	4.77
公募纯债基金	4.95	4.10	1.15	14.62	14.88	1.77	3.46

数据来源：作者根据历年《全国企业年金基金业务数据摘要》以及 wind 数据库数据计算。

（三）投资绩效回归分析

基金投资绩效表现与资产持有规模有关联性。一方面资产规模的扩大会带来规模效应，降低投资管理成本，增强盈利性；另一方面，如果基金规模过大，也会面临流动性约束和资产分散配置的难题，对绩效带来负影响。因此，一般来说，一定环境下各类机构投资者都会有一个最优资产规模的合意区间。对于企业年金基金过说，国内有估计认为一家投管人管理年金规模的盈亏临界点为 300-500 亿元，即超过该区间后，投管人才能覆盖投资的人力成本和 IT 系统成本（闫化海，2019）；从投资组合或产品角度出发，养老金业内经验估计单个组合（产品）的最优投资区间为 10 亿元-80 亿元；规模低时管理成本过高，规模高时超出了投资经理的配置能力。如表 2 所示，2019 年专户型投资组合的平均规模仅为 2.5 亿元左右，而养老金产品的平均规模已达到 20 亿元左右，初步判断年金产品仍处于规模效应的上升期。同时，年金投资绩效可能存在持续效应，

^① 参见 况客研究 . 养老金产品研究系列（一）：市场格局，<https://mp.weixin.qq.com/s/P3SCVUAB7e-es-mESA95UA>

即上期投资绩效对本期存在滞后影响，该因素与投管机构能力的延续性、投资经理的变更等因素相关。值得说明的是，不同类型年金投资组合在规模效应和持续性效应上可能反映不同。例如，李心愉、钱嫣（2017）的研究表明，固收类年金投资组合具有一定的规模效应和持续效应，而权益型组合则不明显。除上述因素外，投资管理人性质（划分为保险类机构和基金类机构两大类）也可能对年金投资带来影响。

采用上述 2016 年初至 2019 年末期间（16 个季度）91 只养老金产品的面板数据，建立回归模型对以下三个假设进行验证，主要变量描述见表 6。

表 6：主要描述性变量统计

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
年收益率 (%)	1456	0.037697	0.112939	-0.3669	0.8077
资产规模 (万元)	1456	195160	262919.8	15.36	1661069
持有人数量 (个)	1456	90.90934	122.5579	1	760
发行人 (0 为保险公司, 1 为其他机构)	1456	1.417582	0.49333	0	1
产品类型 (1 为股票型, 2 为混合型, 3 为固收型)	1456			1	3

资料来源：作者整理。

假设 1：投资绩效存在替代效应；

假设 2：投资绩效存在持续效应；

假设 3：投资绩效与投资管理人类型相关。

1. 变量选择

模型中因变量设计为养老金产品的当期收益率 (YR_{it})；养老金产品分为三类 (Type)：1 为权益型，2 为混合型，3 为固收型。

自变量包括：(1) 养老金产品资产规模 (As)，采用上期末至本期末 5 个季度的资产平均数，回归中使用其对数值 ($LnAs$)；(2) 上期投资收益率 ($YR_{i,t-1}$)，即上期投资收益率对本期的滞后影响；(3) 单个养老金产品持有人数量 ($Hold$)；(4) 产品发行人类型 ($Investor$)，1 为保险类机构，2 为除保险机构外的其他基金类机构。建立模型如下：

$$YR_{it} = a_0 + a_1 YR_{i,t-1} + a_2 LnAs_{it} + a_3 Hold_{it} + a_4 Investor_i + u_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

2. 回归结果

利用 Stata14.0 软件采用固定效应模型,对三类养老金产品投资绩效进行总体回归和分类别回归。由于混合型产品的资产配置介于权益型和固收型之间,在分组处理时既可将混合型和权益型进行合并,也可将其与固收型合并处理。从而建立 6 组模型,回归结果见表 7。

表 7: 养老金产品投资绩效回归结果
(收益率 YR 与各自变量的相关性分析)

变量	模型 1 总体回归	模型 2 权益型	模型 3 混合型	模型 4 固收型	模型 5 权益型+混合型	模型 6 混合型+固收型
上期收益 L.YR	0.0090167 (0.3)	0.0107027 (0.19)	-0.0222011 (-1.17)	-0.0025414 (-0.65)	0.360245*** (6.82)	-0.0415*** (-7.27)
资产规模 LnAs	0.0058351** (2.33)	0.0221067*** (4.7)	0.0041442*** (4.87)	0.0011237** (2.23)	0.010807*** (3.36)	0.002285*** (3.74)
持有人数量 Hold	-0.0000877** (-2.54)	-0.0000396 (-0.3)	0.0000103 (0.57)	-0.0000162*** (-3.39)	-0.00027*** (-2.98)	-7.24E-06 (-1.13)
产品发行人属性 Investor	0.0067788 (0.97)	0.0158335 (1.32)	0.0084661*** (4.39)	-0.003862*** (-3.13)	0.006253 (0.66)	0.002302 (1.59)

其中,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著,括号内为 t 值。

通过模型结果,得出如下主要结论如下:

(1) 投资绩效具有明显的资产规模效应,在 6 个模型中投资收益率均与资产规模均有明显的相关性。

(2) 投资绩效持续性效应不明显。在总体回归模型和分单项的 3 个回归模型中,本期投资收益与上期水平回归均不显著。可能解释的原因在于,过去 4 年历年投资收益在年度间具有较大的波动性,影响到持续效应。在后两个模型中,无论是权益型+混合型的组合,还是固收型+混合型的组合,都呈现出较强的显著性,说明了加入混合型产品后的贡献因素。

(3) 就产品持有人数量因素而言,在三个有显著性结果的回归模型中,投资收益均与持有人数量呈负相关,说明持有人数量越高,业绩越低。该结果从侧面也验证了年金投资规模效应的论点,即持有人数量越多,平均规模越低,收益率下降。另一个解释的可能原因在于:目前养老金产品大部分为投管人内部持有,由于养老金产品市场尚未形成竞争态势,单个产品持有人数量的增加并未带来绩效提高。

(4) 从产品发行机构性质上分析,在混合型产品中,基金类机构的业绩好

于保险类机构；在固收型产品中，保险类机构的业绩好于基金类机构；而在其他 4 个模型中，两类机构之间的投资业绩区分并不显著。该结果说明，养老金产品投资绩效并未呈现出明显的机构差异化特征。

四、主要结论及建议

本文分析了 2013 年以来中国企业年金投资引入养老金产品的发展历程，对其投资绩效进行了实证分析，得出的主要结论如下：

第一，养老金产品的引入是企业年金投资体系的一次重大改进，通过“受托直投”方式简化了年金治理结构，并为走向国际通行的个人投资选择模式奠定了基础。可以说，“产品化”模式开启了年金投资的新时代，对于提高年金投资效率，降低管理成本起到了积极推动作用。

第二，从发展历程看，7 年来养老金产品呈现出良好的发展态势，2020 年其在年金投资资产中的占比已超 40%，对传统“专户”投资的替代效应越来越明显。从整体收益率水平、资产平均规模以及投资经理配置等维度看，养老金产品配置效均都优于“专户”投资，也略优于同类公募基金。

第三，从实证结果看，过去 4 年（16 个季度）的回归分析表明，养老金产品投资绩效存在较明显的规模效应和一定程度的持续效应，但与持有人数量负相关，与投管机构类型不相关。具体到权益型、混合型和固收型三类产品，上述几个因素呈现交叉性回归结果，相关性视具体产品而定。但一个基本的结论是，养老金产品投资仍处于规模经济上升区间，未来产品配置规模可继续提高。

展望未来，产品化将是中国年金制度发展的一个引领趋势，这也是年金投资与国际惯例接轨的必然过程。但是，从当前实践情况看，养老金产品发展仍面临着一系列制约因素，主要有以下几个方面：一是产品发行规模仍偏低，品种不足，投资范围和权益类配比受限。以 2019 年为例，当年股票型产品占整个养老金产品资产的比重仅为 6.60%。二是“受托直投”方式还未普及，大多数养老金产品仍属后端的投资组合配置方式。以 2019 年为例，“受托直投”方式下的养老金产品资产占比不足 5%。三是受“单向收费”等因素的影响^①，养老金产品市场还未

^①按目前的政策规定，养老金产品收费为产品端的单向收费方式，即产品发行人对购买产品的投管人进行一次性收费，而投管人在购买产品后，将其作为投资组合的配置资产过程，不能再次向委托人进行二次收费。因此，投管人出于自身利益最大化的考虑，一般将养老金产品绝大多数配置集中在自身发行的产品上

形成竞争态势，各家投管人发行的产品主要为内部持有。以 2019 年为例，90% 以上的养老金产品配置在投管人自己的投资组合中。这种投管人间的“孤岛效应”是影响养老金产品市场良性发展的一个制约因素。此外，养老金产品还面临着信息披露不足、资产配置能力有待提升、产品绩效评价体系不当以及监管不足等方面的问题，需要在改革中加以突破解决。在此，提出以下改革建议：

第一，改革年金投资管理体制，完善年金治理结构，为提升年金投资效率提供保障。本文认为，由计划参加人直接投资的“产品化”模式是中国年金制度的发展方向，应以加快养老金产品发展为突破口，完善年金治理结构。借鉴国际上的改革潮流，相应的改革措施包括实行年金自动加入机制、逐步放开年金个人投资选择权、设置默认投资选项以及引入生命周期产品等等，通过这一系列措施促进养老金产品制度的创新。

第二，优化投资监管政策，培育养老金产品市场环境。养老金产品发展仍需要完善一系列监管政策，包括进一步提高权益类资产投资上限，引入股权、基础设施、证券化以及 REITS 等领域的投资工具，放开境外投资等措施。为促进市场的规范有序竞争，还要在加大信息披露、建立独立的第三方产品评估机制以及调整产品收费政策等方面，给予相应的支持。

第三，促进养老金产品标准化发展，加大其在多层次养老基金体系的应用。随着中国多层次养老基金体系的快速发展，基本养老保险和二、三支柱养老基金规模快速扩大，对标准化的养老金产品需求越来越高。目前，养老金产品仍主要用于企业年金和业年金领域，在基本养老保险基金投资中也已开始尝试。从国际潮流看，标准化是未来养老金产品发展的方向，信息化时代下养老金产品设计逐步趋于简单化、透明化，并通过互联网金融手段实现便捷操作。因此，未来养老金产品可以面向三个支柱的养老基金投资者发行，不断进行模式的创新，形成公开的养老金产品市场，促进多层次养老基金体系协调发展。

参考文献

[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(02):84-97.

[2] 谢世清. 论我国企业年金管理模式改革的战略方向[J]. 保险研

究, 2009(01):77-82.

[3] 房连泉. 企业年金投资管理改革: 放开个人选择权的重要性[J]. 开发研究, 2017(05):9-15.

[4] 李连仁. 职业年金可探索实施个人选择权[N]. 中国保险报, 2015-11-23(007).

[5] 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.

[6] 郑秉文. 中国养老金发展报告(2016)[M]. 北京: 经济管理出版社, 2016.

[7] 董克用, 姚余栋. 中国养老金融发展报告(2016-2019)[M]. 北京: 社会科学文献出版社.

[8] 闫化海. 受托直投与养老金资产配置的思考[J]. 清华金融评论, 2019(08):91-94.

[9] 王聪. 证券投资基金绩效评估模型分析[J]. 经济研究, 2001(09):31-38.

[10] 李红权, 马超群. 中国证券投资基金绩效评价的理论与实证研究[J]. 财经研究, 2004(07):56-65.

[11] 齐岳, 孙信明. 基于投资策略的基金绩效评价——以价值、成长和平衡型基金为例[J]. 管理评论, 2016, 28(04):155-165.

[12] 李红刚, 刘子兰. 企业年金基金委托投资效率的模拟实证分析[J]. 上海立信会计学院学报, 2005(06):53-59.

[13] 董玉方, 郝勇. 我国企业年金投资运营的绩效评价[J]. 西安财经学院学报, 2014, 27(03):80-84.

[14] 李心愉, 钱嫣虹. 我国企业年金投资绩效持续性及规模效应分析[J]. 审计与经济研究, 2017, 32(04):117-126.

[15] 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(04):3-15.

[16] 刘小菲, 孙博. 海外补充养老金投资的产品模式及借鉴, 中国养老金融发展报告(2016)[M]. 北京: 社会科学文献出版社. p357-385.

[17] 闫化海, 王赓宇. 养老金产品报告: 养老金投资产品化发展路径, 中国养老金融发展报告(2016)[M]. 北京: 社会科学文献出版社. P211-247.

[18] 闫化海. 养老金产品: 养老金资产配置时代新工具, 中国养老金融发展报告(2017) [M]. 北京: 社会科学文献出版社. P348-378.

[19] 闫化海. 职业养老金: 进入产品化投资时代, 金融市场研究 [J]. 2020(04): 63-70..

[20] 闫化海. 养老金产品: 持续助力养老金投资产品化发展. 中国养老金融发展报告(2019) [M]. 北京: 社会科学文献出版社. P143.

SSL
CASS

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：北京西城区鼓楼西大街甲 158 号。

电话：(010) 84083506

传真：(010) 84083506

网址：www.cisscass.org

Email: cisscass@cass.org.cn

联系人：董玉齐