



企业年金递延纳税政策的影响分析

——兼论基金公司养老金业务发展战略

■ 主要观点:

2013 年12 月6 日,财政部、人力资源和社会保障部和国家税务总局三部委联合发布《关于企业年金、职业年金个人所得税有关问题的通知》。《通知》指出企事业单位为职工缴付企业或职业年金时,单位缴付部分在计入个人账户时,免征个人所得税;个人缴费部分,在4%标准内的部分免征个人所得税;年金投资运营收益分配计入个人账户免征个人所得税;在达到退休年龄之后,按月领取年金时全额按照适用税率计征个人所得税。这一递延纳税的安排非常类似美国401K计划,因此也被认为是中国版的401K计划正式落地。

本报告考察了递延纳税政策对企业年金规模扩张的促进效果,以及在实际运作中还存在的困难,并揭示出国内企业年金管理未来发展的趋势,报告得出了如下结论:

一、递延纳税政策对企业年金规模扩张的效果将逐步显现,但不会呈现爆发式的增长

(1) 企业年金规模将逐步扩展。我们测算到2020年末,参与企业年金的职工数将达到3500万余人,企业年金市场的规模将接近1.4万亿;

(2) 此外,职业年金的建立,对企业年金的建立和发展也具有积极的推动作用。短期来看,职业年金计划的建立和管理要取得大的进展还不现实,但是从长期来看,职业年金具有保值增值、市场化运作的需求,值得引起基金公司的关注。

(3) 中小企业缴纳年金的规模短期内还不会有大的进展。银行、石油、铁路等行业的大型企业仍然是未来企业年金发展的支柱。

二、运作层面的障碍制约了企业年金规模的快速增长

虽然此次在税收优惠方面有了很大的进展,但在运作层面还存在很多问题。这些问题表现为国内企业缴费的压力较重、运作程序繁琐不透明、参与人无投资决策权,以及便携性和转移性不够,这些问题制约了企业年金规模的快速增长。

三、企业年金未来的发展将表现出如下的趋势

(1) 国内企业年金管理将向着更为市场化、标准化、更具有投资运营效率的方向发展,基金公司在其中大有可为;

(2) 可以预期企业年金的投资范围和投资标的将逐步的扩展,可在更大的范围内进行资产配置;

(3) 可以预期基金公司将开发出更加多样化的产品线,满足不同年金基金的投资需求;

(4) 大型资产管理公司将在未来的企业年金管理中占据主导地位

首席分析师 代宏坤

021-53519888-1903

✉ Daihongkun@sigchina.com

执业证书编号: S0870511060001

日期: 2014 年 1 月 6 日

报告编号:

相关报告:

位。

四、海外大型基金管理公司都把DC计划作为其主要的业务，美国先锋集团在DC计划方面提供专业配置服务可供国内基金公司参考

（1）目前，美国固定缴款计划（DC计划）参与者接受专业管理配置服务的趋势很明显。2012年，超过三分之一的先锋年金计划参与者把其账户资产配置到目标日期基金、单一目标风险基金、传统的平衡基金，或者是管理账户服务。

（2）这些专业管理配置服务使得计划参与者取得较为稳健的退休储蓄回报。与个人决策相比，专业管理组合的回报差异较小。

（3）投资决策权从参与者个人逐步转回到雇主选择的投资和顾问项目，参与者在不同项目间进行资产转换的频度下降。

在以上研究结论的基础上，我们建议大型基金管理公司：

（1）从业务布局上来看，把养老金业务作为未来业务发展的核心，在资源的投入上进行倾斜，着力打造专业管理配置能力。

（2）在竞争策略方面，提供“全方位”的综合服务，来凸显大型基金管理公司的综合能力，以此树立竞争优势。

（3）在企业年金投资策略上，随着未来企业年金投资范围的逐步放开，在养老金投资策略上应更积极一些，以此指导产品和服务的差异化发展。

（4）在业务开发方面，仍然以金融、电力、通讯、石化等行业的大型企业作为年金业务开发的重点，同年开始进行事业单位职业年金管理业务的开拓。

（5）在产品服务方面，应逐步形成多元化的产品线结构，建立起从低风险向高风险的连续产品线，满足不同委托人的需求，彰显专业管理配置能力。

2013 年12 月6 日，财政部、人力资源社会保障部和国家税务总局三部委联合发布《关于企业年金、职业年金个人所得税有关问题的通知》。《通知》指出企事业单位为职工缴付企业或职业年金时，单位缴付部分在计入个人账户时，免征个人所得税；个人缴费部分，在4%标准内的部分免征个人所得税；年金投资运营收益分配计入个人账户免征个人所得税；在达到退休年龄之后，按月领取年金时全额按照适用税率计征个人所得税。这一递延纳税的安排非常类似美国401K计划，因此也被认为是中国版的401K计划正式落地。

在历史上，美国 401K 计划的快速增长，为基金行业带来了源源不断的资金，极大的推动了美国基金行业规模的扩展。2012 年底，在 19.5 万亿美元的美国养老金市场中，共同基金以约 5 万亿美元的规模，占据了 26%的份额。总体来看，养老金，特别是 DC 计划和 IRAs，成为了美国共同基金的主要资金来源。以 DC 计划和 IRAs 为例，两者为长期投资共同基金贡献了 51%的规模。与此同时，养老金计划管理也成了各基金公司的重要的业务支柱，例如先锋集团是美国固定缴款养老计划（DC 计划，该包括 401K、403B 等计划）的主要管理机构，管理着约 5000 亿美元的 DC 计划资产，为 1600 个计划发起单位和超过 300 万计划参与者提供全面的服务。

国内企业年金与美国的401K计划还有一些差别，在短期内很难取得像美国那样规模上的爆发式增长，但是递延纳税政策的实施，势必逐步的扩大国内企业年金的规模，也会对国内基金行业产生较大的影响。在这样的背景下，多数基金公司在评估这一政策将对企业年金发展带来的影响，以及将会带给基金公司年金管理业务怎样的发展机遇。本报告考察了递延纳税政策对企业年金规模扩张的促进效果，以及在实际运作中还存在的困难，并揭示出国内企业年金管理未来发展的趋势，报告得出了如下结论：

- 递延纳税政策对企业年金规模扩张的效果将逐步显现，但不会呈现爆发式的增长；
- 虽然此次在税收优惠方面有了很大的进展，但是在运作层面的很多方面还存在不少障碍，这些问题制约了企业年金规模的快速增长；
- 国内企业年金将向着更为市场化、标准化、更具有投资运营效率的方向发展，基金公司在其中大有可为；
- 海外大型基金管理公司都把 DC 计划作为其主要的业务，美国先锋集团在 DC 计划方面提供专业配置服务可供国内基金公司参考；
- 基金公司应该在企业年金的管理上进行更长远的布局，着力打造专业管理配置能力，来强化竞争优势。

规模扩张

从已建立多层次养老体系国家的经验来看，大力推动养老体系第二层次企业年金制度发展，需解决两个问题：一是确定企业年金治理结构，二是确定企业年金运营模式。企业年金治理结构有两个选择，一是缴费确定型(简称 DC 制)，另一个是收益确定型(简称 DB 制)。企

业年金治理结构的全球发展趋势是以 DC 制（固定缴款计划）为基本治理结构、享受税收递延优惠。

我国人力资源和社会保障部在 2004 年通过 20 号令和 23 号令，对曾经在中国广泛存在的企业补充养老制度进行了较为彻底的改造，采取 DC 制，其基本要点已与美国 401k 式企业年金比较相似。但是长期以来在实施中实际情况却不尽人意。从就业人口参与率来看，中国参与 DC 式企业年金的比率不到 1%，低于其他新兴市场国家的覆盖率。一个很注意的原因是税收优惠方式，在当时的税收优惠安排下，雇员没有参加企业年金计划的激励，雇主缴费也往往在雇员收入 5% 之内徘徊。此次的新政采用与美国相似的 EET 模式，在年金缴费环节和年金基金投资收益环节暂不征收个人所得税，将纳税义务递延到个人实际领取年金的环节。

递延政策的实施，促进了 DC 计划治理结构层面的完善，将促进企业年金规模的逐步扩展。我们测算到 2020 年末，参与企业年金的职工数将达到 3500 万余人，企业年金市场的规模将接近 1.4 万亿。

个人所得税优惠将促进年金规模的持续增长

在很长一段时间内，企业年金的税收政策，严重影响了企业年金的持续健康发展。目前我国企业年金规模 5400 亿元左右，参与职工 2000 万人，规模偏小，企业和职工参与积极性不高。递延纳税政策的实施将刺激市场上参与企业和参与职工人数的快速增长，尤其会推动高收入人群参与企业年金的积极性。

总体上看，递延纳税政策将刺激市场上参与企业和参与职工人数的快速增长。通过税收递延，个人在缴费期能够享受税收减免的优惠，既激励已经参与年金者积极提高缴费规模，同时吸引大量新加入者。

该政策尤其会推动高收入人群参与企业年金的积极性。从个人角度来看，通过购买企业年金可以达到减少税收负担的效果。税收减少的规模是职工薪资和适用税率的乘积。薪资越高税率越高，可免税的额度也就越大。目前年金市场的参与企业，多为实力较强的大中型企业，其员工也多为高收入阶层，在税收激励的政策下，该部分人群将很有可能增加年金的投资比例。

我们测算到 2020 年末，参与企业年金的职工数将达到 3500 万余人，企业年金市场的规模将接近 1.4 万亿。对比社保参与和企业年金的参与者，截止 2012 年末，既参与社会保障同时参与企业年金的职工数占比在 6.10% 左右，如果假设这一占比稳定提升至 10%，基本养老保险职工参与人数每年增长 5%。测算对应空间，到 2020 年末，参与企业年金的职工数将达到 3500 万余人。在保守估算下，即使企业年金的人均年增长规模保持原有增长速度不变，截止 2020 年，企业年金市场的规模将接近 1.4 万亿，约为目前年金市场的三倍（见表 1）。

表 1：企业年金增长空间测算

	年份	职工数(万)	结存(亿元)	人均规模(万)	基本养老人数(万)	参与企业年金人数比重
实际值	2007	929	1,519	1.64	20,137	4.60%
	2008	1,038	1,911	1.84	21,891	4.70%
	2009	1,179	2,533	2.15	23,550	5.00%
	2010	1,335	2,809	2.10	25,707	5.20%
	2011	1,577	3,570	2.26	28,391	5.60%
	2012	1,847	4,821	2.61	30,427	6.10%
测算解析		= 基本养老人数 * 参与企业年金人数比重		= 职工数 * 人均规模	以原增长速度测算	预计基本养老人数约每三年递增 5%
						预计到 2010 年参与企业年金的人数占比增至 10%
预测值	2015	2,364	7,097	3.00	31,948	7.40%
	2018	2,918	10,074	3.45	33,546	8.70%
	2020	3,522	13,983	3.97	35,223	10.00%

资料来源：人力资源与社会保障，上海证券基金评价研究中心

职业年金是另一片蓝海

《决定》中首次把面向公职人员的职业年金与企业年金统筹并行，两者并轨，也把职业年金交由市场化运作。职业年金的建立，将推动事业单位与企业之间的人才流动阻碍的化解，有利于全国统一的人才市场体系的建立。职业年金的建立，对企业年金的建立和发展也具有积极的推动作用。

短期来看，职业年金计划的建立和管理要取得大的进展还不现实，但是从长期来看，职业年金保值增值、市场化运作的需求，值得引起基金公司的关注。从海外市场的情况来看，相对于企业年金，职业年金的规模要小很多。但是国内庞大的公职人员队伍，使得未来职业年金的规模会非常可观。2013 年，我国机关职工约 1000 万人，事业单位职工 2700 万人，企业参保职工 1.7 亿人。此外，与企业年金不同，由于有财政支持，公职人员的职业年金有着充足的财力支持。

中小企业年金缴纳还有待破冰

根据人保部新近公布的数据显示，截至 2013 年第二季度，我国已建立企业年金的企业为 59362 家，仅占全国实有企业总数的 0.4%，参加职工 1957.3 万人，企业年金基金累计达到 5366.65 亿元。这组数据里面几乎都是国企缴纳的份额，比如银行、石油、铁路等系统内的企业，这些行业仍然是未来企业年金发展的支柱。

中小企业因受企业成本、基金规模等因素的限制，参与企业年金的积极性并不高。缴纳企业年金的中小企业几乎没有，极个别大型民企曾有过尝试，但占比依然不及总规模的 10%。截止到今年二季度，我国全部缴纳基本养老保险的人数约近 3 亿人，其中大部分都是中小企业职工，而这部分人短期内不会对企业年金增量产生多大的刺激。

此外,我国企业税负成本较重导致中国企业尤其是民营企业在企业年金上可能心有余而力不足。基础养老保险及基本医疗保险的企业缴费部分已达 28%,加上工伤、失业及生育保险和住房公积金,企业负担的缴费比例普遍达到 40%左右,有的地区甚至高达 50%。一般企业很难再承受企业年金的缴费负担。

《决定》的优惠政策主要针对的是个人缴费部分,企业享受的税收优惠不变,中小企业缴纳年金的现状短期内还不会有大的进展。未来在中小企业的税费负担有所减轻后,才有可能有大的进展,十八届三中全会审议通过的《决定》中强调税收政策从顶层设计上,为完善养老体系搭建很好的基础,多层次的养老体系将加快形成,这已隐含将来要适当降低企业税费负担的意思,但这还需要时间。

运作障碍

DC 型年金的发展与完善是由一系列社会条件促成的,而这些社会条件,如法律、法规的完善、资本市场的成熟、公共养老体系的发展等等,都需要经过一个相当长的时期,这就决定了 DC 型企业年金的发展完善也必然是一个长期积累的渐进过程。虽然此次在税收优惠方面有了很大的进展,但是在运作层面的很多方面还存在不少障碍,这些问题表现为国内企业缴费的压力较重、运作程序繁琐不透明、参与人无投资决策权,以及便携性和转移性不够,这些问题制约了企业年金规模的快速增长。

国内企业缴费的压力较重

首先是在缴费阶段,国内企业向社保缴费过高,导致大部分企业无力在社保缴费之外再为雇员设立企业年金。中美企业社会保障负担的结构性上存在较大的差异,从缴费模式来看,中国企业对职工基本养老保险的缴费额过高。在美国,雇主和雇员向社保的缴费额分别占雇员工资的 6.2%和 4.2%。国内企业为职工支付的福利占职工工资的 46%-53%,其中接近一半为向基本养老保险的缴费。

运作程序繁琐、不透明

第二个方面是投资运作方式方面费用昂贵、程序繁琐,投资运作不透明。从投资方式来看,美国的缴费确定型企业年金完全采取分散式投资的方式,每个参与人可以及时看到自己账户的投资组合、收益和估值状况,具有较高的透明性。我国所采取的受托人、投资管理人、账户管理人和托管人四位一体的投资运营模式存在诸多弊病,阻碍其进一步推广。这种模式的第一个问题是费用昂贵、程序繁琐。目前有能力设立年金计划的企业大多数是垄断央企(或盈利好的大型企业),而本应作为年金市场主体的中小企业在设立企业年金时面对较高的门槛,面临“规模不经济”。第二个问题是投资运作不透明。我国现行的企业年金投资运营制度类似于基金制,由商业银行将企业和员工缴费归入基金池,由投资管理人进行投资运作。这种模式下企业年金基金能披露的信息披露有限,计划参与人和发起人对投资运作的过程缺乏足够的了解和控制,不利于计划的推广和普及。

参与人无投资决策权

第三个方面是参与人无投资决策权。在美国,几乎所有的缴费确定型企业年金都采取参与人主导的(Participant directed)投资决策方式,参与企业年金的员工对自己账户具有完全的投资决策权,其投资运作采取风险自担,盈亏自负的方式,参与人可以结合自身的财务状况和风险偏好特征选取合适的投资组合;受托人主导(Trustee directed)的雇主养老金主要存在于收益确定型养老金计划以及极少数由收益确定向缴费确定过度的养老金计划。而在我国现行企业年金管理框架下,计划参与人与发起人(企业)事实上已将投资决策权完全交付投资管理机构。事实上,不同年龄层次、教育背景、财富状况的员工的风险和收益偏好存在巨大差异,集中化的投资管理运作无法满足员工的个性化投资需求,进而抑制了员工参与现行企业年金计划的积极性。

便携性和转移性不够

第四个方便是便携性和转移性不同。可携带性和转移性有助于劳动者在市场中不同地域和不同性质工作的流动,便于劳动者根据自己的兴趣和生活需要选择适合自己的岗位从而更充分地发挥自己的才能,也有利于提高企业的经济效益。因此便携性和转移性在一定程度上对员工和企业都有利。美国的 401k 对员工更换工作提供了很大的便利性,有利于促进劳动力跨企业、跨区域流动。它规定在职工更换工作是可以按自己的需求自行处理 401k 账户中的资金。401k 账户中的员工可以将余额转至个人退休账户中,甚至是将余额全部提取出来,也可以转至具有 401k 计划的新企业的账户中。而在中国,由于经济发展水平差异,地域文化差异等因素导致我国企业年金中的个人账户并不能实现全国联网转移,这就说明一个员工必须终身呆在一个地区或单位才可能获得自己积累已久的企业年金资金,如果一旦转移就会造成大量的成本损失。

发展趋势

虽然目前国内企业年金的运作还存在很多的问题,但是未来的发展趋势是非常明确的。一是国内企业年金将向着更为市场化、标准化、更具有投资运营效率的方向发展,专业资产管理机构在实现年金基金资产的保值增值中将发挥重要的作用,基金公司在其中大有可为;二是可以预期企业年金的投资范围和投资标的将逐步的扩展,可在更大的范围内进行资产配置;三是可以预期基金公司将开发出更加多样化的产品线,满足不同年金基金的投资需求;四是大型的资产管理公司将在未来的企业年金管理中占据主导地位。

基金公司在养老金市场化运作中将充分发挥自身的优势

相较于基本养老制度安排相对落后、资金运用保守,企业年金采用的市场化的方式运作。从成熟市场的情况来看,不同的资产管理机构在养老金的管理运作中扮演了专业化的角色。从国内未来发展的趋势看,企业年金市场化运作的程度将逐步的提升。与保险、银行等专业机构相比,基金公司在投资管理方面具有显著的优势。

展望未来，国内企业年金的运作将向着更为市场化、标准化、更具有投资运营效率的方向发展。企业年金进行市场化运作是实现养老资金保值增值的关键。通过企业年金的市场化运作，提高其收益率，无疑将提高退休金的替代率，有利于人们提高退休生活质量。专业投资机构的介入标志着资产的经营管理责任从由企业承担变为主要由信托投资基金、保险公司等社会投资主体承担，企业只是作为这些机构的一个委托人参与投资决策。

固定缴费计划与资本市场的良性互动是养老资产保值增值的关键，美国市场的经验表明基金在固定缴费管理扮演着重要的角色。从美国的经验来看，随着 401k 式退休计划的出现，大量的资金涌入基金行业，推动了基金行业的爆炸式成长，是基金业资产的重要组成部分。包括 401k 计划在内的养老金资产成为美国资本市场的基石，与资本市场形成了“养老金为资本市场提供长期资金，资本市场促进养老金增值”的良性互动格局。

与保险、银行等机构相比，基金公司在投资管理方面具有显著的优势，理应在企业年金的管理中扮演更加重要的角色。目前我国企业年金的投资管理人多数是由基金公司担任，因为基金公司具有从事企业年金运作的优势。例如：（1）运作透明度高，有严格的监管和信息披露要求；（2）基金管理公司有以投资组合方式管理巨额资金的管理能力和经验；（3）基金资产管理和保管分离，保证了资金的安全性；（4）基金是一种流动性较强的投资工具，可满足企业年金的长期投资需要，有效规避流动性风险，提供基金投资收益；（5）基金管理公司的管理费用明晰。

企业年金的投资范围和投资标的将逐步扩展，可在更大的范围内进行资产配置

随着国内资本市场环境不断完善，以及企业年金投资管理人专业化水平的提高，可以预期未来企业年金会进一步扩大投资范围，逐步的增加企业年金投资股市的比例，以保证企业年金的保值增值需求。

企业年金的管理着眼于长期战略性资产配置的构建。战略性资产配置的最优资产组合主要是由股票、债券和现金三类资产构成。战略性资产配置的时间跨度较长，3 年、5 年、甚至更长的时间内都买入并持有，然后在根据市场情形适时调整、定期重新平衡资产组合。美国企业年金投资着眼于战略性资产配置构建的经验令人深思。最优资产组合由股票、债券和现金构成的理念是在长期投资实践中形成的。股票偏重收益性，债券偏重安全性，现金偏重流动性，三者的结合符合企业年金基金投资安全性、收益性和流动性的要求。

不过，国内企业年金投资范围的限制在很大程度上制约了企业年金的配置，从而影响了年金资产的保值增值。从目前来看企业年金保值增值的目标实现的不是很理想。主要的原因是制度上规定的企业年金的投资范围过于狭窄。一些适合的投资工具没有加入到企业年金的投资范围中。我国企业年金目前除了原有股市、债市的基础上，增加了银行理财产品、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。总的来说，为了实现企业年金的配置，其投资范

围还有待进一步拓展。

从成熟市场的经验来看，较宽的投资范围是年金资金保值增值的保证。近几年各国年金资产出于分散化投资、对冲通胀和寻求超额回报的目的对另类资产配置亦有显著增加。投资工具主要涉及房地产、私募股权基金的基金、对冲基金的基金、基建和大宗商品五种另类资产，危机后甚至出现了以“环保”、“低碳”为主题的新兴战略投资计划。从总体发展趋势来看，全球养老金资产投资于另类资产的比重已经从十年前的 7% 上升到 2009 年的 17%，这主要归因于另类资产在平滑养老金投资收益波动和提高收益率方面的显著成效。从企业年金的健康运营这一角度讲，未来企业年金很可能会拓宽到海外市场，弥补我国资本市场缺陷。提供更多可供企业年金投资的渠道，更好地实现分散投资，降低投资风险。

在企业年金递延纳税政策出台之前，国务院于 11 月底配套颁布了《关于开展优先股试点的指导意见》，该项指导意见所开启的优先股投资将为企业年金提供更为宽广的运作空间。优先股政策对年金市场的刺激性作用主要体现在以下两点：一是有助于提升年金的稳健回报；二是企业年金投资优先股具有便利性和税收优惠。

基金公司将开发出更多样化的产品线，满足不同年金基金的投资需求

虽然基金公司具有很多的优势，但是长期以来由于企业年金投资范围的限制，基金公司在企业年金运作方面的优势远远没有得到发挥，也没有很好的扮演好实现年金资产保值增值的角色。

从不同管理机构的产品来看，这些产品在投资方向和投资比例上出现了一定程度的相似性。目前国内的企业年金产品主要分为两类：一类是养老保险公司作为受托人设计的各种投资产品，另一类具有企业年金基金管理资格的基金管理公司开发的各种理财产品。这两类产品在资产配置比例、组合的风险收益特征等方面具有很大的相似性，而且产品缺乏多样性和灵活性，导致收益率无法满足企业和参保人多样化的投资需求。产品雷同的主要原因是监管层对其投资进行的严格规定。

从产品的结构和类型来看，这些产品结构不合理、存在缺陷。我国基金业处在行政审批的体制下，前期基金业普遍专注于投资业绩及资产规模，缺乏产品创新的动力及压力，更谈不上面向企业年金市场推出基金产品及其组合套餐。对面向企业年金市场的基金产品而言，目前存在的主要问题不但是风险结构不合理，而且品种单调，各类风险、收益偏好的基金产品及其套餐少，不能满足企业年金对基金产品多样化的投资理财需求。

观察各类机构企业年金的运作，企业年金投资组合呈现出了以下的特点。（1）权益类资产的占比非常小。企业年金基金的投资管理人秉承了绝对收益的理念，以固定收益类投资资产配置为主的投资理念。（2）在固定收益类资产中，银行定期存款和银行协议存款占比之和非常高，通常存单和保单加起来接近了整个投资组合的三分之二，企业和职工缴费给投资管理人运作的企业年金基金绝大部分的资金是

躺在银行吃利息，等保险公司分红利，这与普通老百姓把钱存银行或者是买保险相比，并不能体现出专业的投资管理机构的优势和实力。这一方面说明企业年金由于是职工退休后的养命钱，投资管理人投资时比较谨慎；另一方面也反映了在规定的投资范围里，适合企业年金基金保值增值的工具实在太少。

大型的资产管理公司将在未来的企业年金管理中占据主导地位

从海外成熟市场的经验来看，养老金计划管理是一项高度本地化的业务，一些本地的大型资产管理集团占据了主要的市场份额，这也是国内企业年金管理市场未来发展的趋势。在美国，共同基金参与了大量的退休金计划，主要的基金公司都有广泛的退休计划产品线。在欧洲，一些国家要求资产必须由当地的机构进行管理，在加拿大，养老金固定缴款计划——资本累积计划（CAP）被加拿大四大保险公司把控（详细情况见“对养老金资产配置的限制”）。例如，先锋集团、富达等公司占据了美国固定缴费养老计划的主要的市场份额。先锋集团是美国固定缴款养老计划（DC 计划，该包括 401K、403B 等计划）的主要管理机构，管理了约 5000 亿美元的 DC 计划资产，为 1600 个计划发起单位和超过 300 万计划参与者提供全面的账户管理服务。

海外案例

先锋集团是美国固定缴款养老计划（DC 计划，该包括 401K、403B 等计划）的主要管理机构，管理了约 5000 亿美元的 DC 计划资产，为 1600 个计划发起单位和超过 300 万计划参与者提供全面的账户管理服务。美国先锋集团在包括“401K”计划在内的固定缴款计划（Defined Contribution Plan）方面开展的专业配置服务，并对这些计划参与者的行为进行分析，供大型基金管理公司在开展企业年金业务时参考。

- 目前，美国固定缴款计划（DC 计划）参与者接受专业管理配置服务的趋势很明显。2012 年，超过三分之一的先锋年金计划参与者把其账户资产配置到目标日期基金、单一目标风险基金、传统的平衡基金，或者是管理账户服务；
- 这些专业管理配置服务使得计划参与者取得较为稳健的退休储蓄回报。与个人决策相比，专业管理组合的回报差异较小；
- 投资决策权从参与者个人逐步转回到雇主选择的投资和顾问项目，参与者在不同项目间进行资产转换的频度下降。

各国对养老金资产配置的限制

为减轻公共系统的压力，许多国家通过税收激励的方式鼓励个人或企业的私人退休储蓄。例如，美国“个人退休账户”、英国“资金投资个人养老金”、澳大利亚“退休保证金”等。政府支持的储蓄计划使得需要投资管理服务的资产大大增加——这些计划越来越希望能够进行海外投资。

但是，养老金计划管理是一项高度本地化的业务。一些国家要求资产必须由当地的机构进行管理，或者投资于政府债券的部分有最低的百分比，也限制海外投资的比重；也有一些国家和地区对养老金的配置没有限制。

对养老金资产配置的限制造成了影响本地机构发展的一个重要因素，对养老金投资限制多的国家和地区，为本地基金公司的发展提供了源源不断的资金支持。

在一些本地基金公司强势的国家和地区，对养老金的配置都有严格的限制，使养老金计划的管理成为一项高度本地化的业务，充分的资金来源支持了本地基金公司的发展。

在美国，共同基金参与了大量的退休金计划，稳定的资金来源支持了行业的发展，主要的基金公司都有广泛的退休计划产品线。

在欧洲，养老金计划管理也是一项高度本地化的业务。一些国家要求资产必须由当地的机构进行管理，或者投资于政府债券的部分有最低的百分比。虽然欧盟于 2003 年启用一项法令，认可跨国职业养老金，但是该计划在欧盟也并非畅通无阻。

在加拿大，养老金固定缴款计划——资本累积计划（CAP）被加拿大四大保险公司把控。

在日本，私人退休储蓄 95% 以上由养老金固定缴纳计划持有——该部分资金通常被大量投资于政府债券。

也有一些国家和地区对于养老金计划的配置限制较少，这为海外的机构提供了大量的机会，使得这些机构逐步的主导了本地的市场。

韩国国家养老计划主要投资于国内债券，但其对当地股票、海外投资项目和其他另类资产的投资也在持续增加。后两类投资已经开始雇佣韩国本土之外的管理公司。

台湾的退休金计划通常将投资管理外包出去，委托给海外的企业。

香港的强制性公积金计划，一些顶级基金管理公司均为海外公司。

新家坡“中央公积金计划”的参与者可将其账户中的部分资金投资于其他投资项目，包括本地注册的基金或者离岸共同基金；“新加坡政府投资公司”的一部分投资管理工作中也会分包给外国公司。

专业管理配置服务类型及趋势

一般来说，美国企业雇员可以自主的在雇主选定的投资范围内进行决策并对投资结果负责，每个计划参与者平均都可以在 18 个备选方案中选出适合自己的 401 (K) 资产投资计划。但是，很多参与者在面对投资决策时仍不知所措。针对这一状况，基金公司推出了多种专业管理配置产品和服务。先锋集团的专业管理配置服务类型包括目标日期基金、目标风险基金、传统的平衡型基金，以及管理账户服务等。

从目前发展的趋势来看，基金公司针对养老计划的产品供给在增加，计划参与者也倾向于使用专业管理配置服务。2012 年，超过 1/3

的先锋计划参与者选择了专业管理配置服务,这种发展趋势的主要驱动力来自于使用目标日期基金人数的增长。2012年,27%的计划参与者投资了单一目标日期基金(图1),新参与者(指首次加入计划)投资单一目标日期基金的比率更是高达65%。由于对目标日期这种投资方式需求的不断增长,可以预见,在2017年将会有55%的参与者以及80%的新参与者选择专业管理配置服务。选择专业管理投资服务是投资决策权转变的信号,预示着投资决策制定的责任从投资者自己身上转移到了雇主选择的投资和专业顾问项目上。

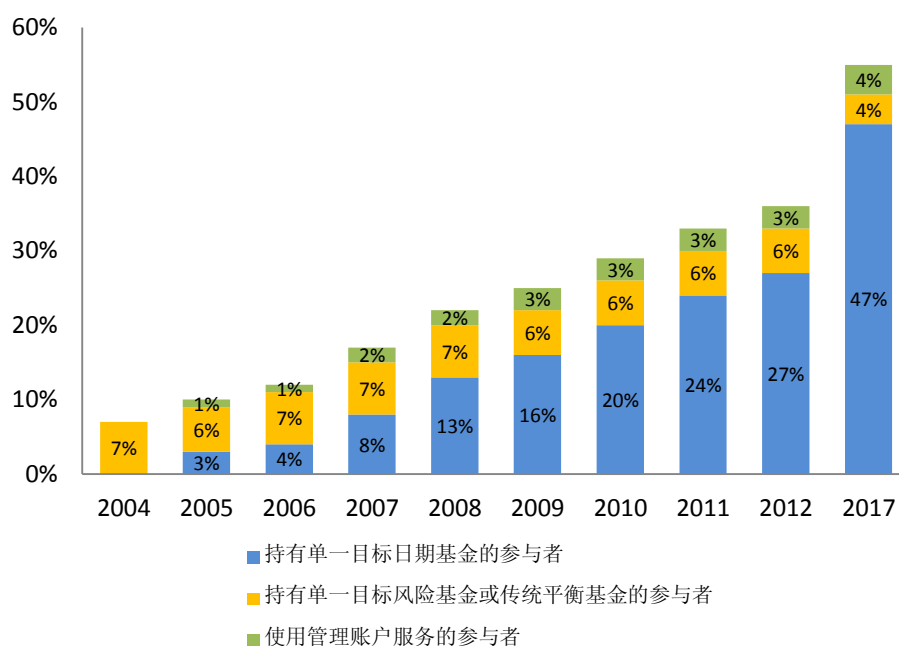


图1：使用专业配置服务的发展趋势

数据来源：Vanguard, 2013.

目标日期基金逐渐取代了目标风险基金,成为了DC计划中的主要配置标的。目标日期基金的组合配置基于一个预期的退休日期,基金的资产配置在逐步接近基金的目标年份时而变得更加保守。截至2012年年末,将近9成的投资者参与了提供目标日期基金的“计划”,一半的参与者把他们的全部或部分资产投资于目标日期基金。不同的是,目标风险基金维持一种静态的风险配置,从2003年起,计划中把目标风险基金作为投资选择的比例已经从50%缩减至25%。不过,仍有16%的计划既包括目标风险基金,也包括目标日期基金(图2)。

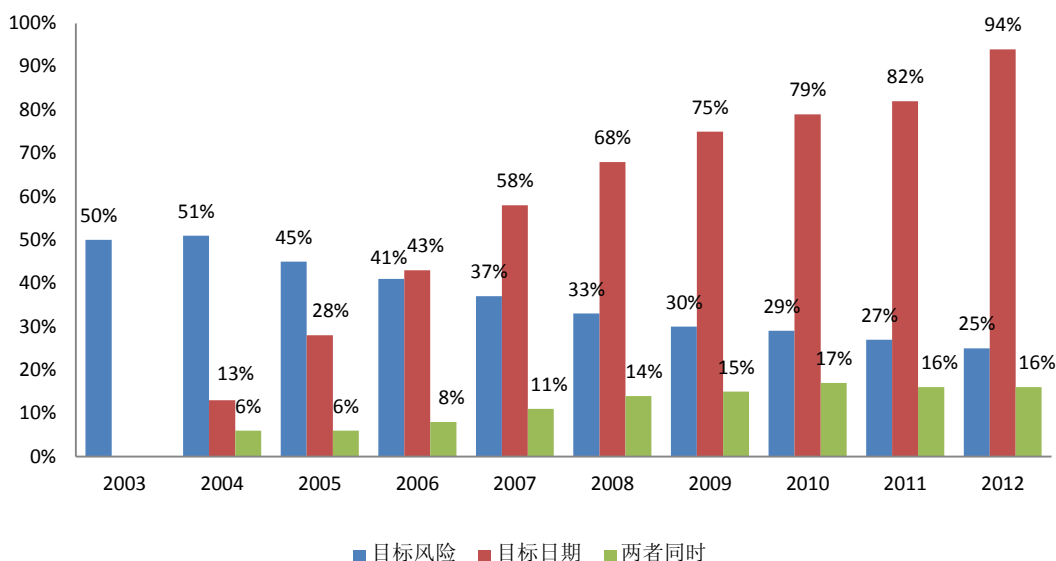


图 2：采纳目标日期和目标风险基金先锋 DC 计划的变化趋势

数据来源：Vanguard, 2013.

投入目标日期基金的方式通常有两种，一种是单一型，一种是混合型。单一型投资者仅持有单一的目标日期基金，投资者通常更年轻，收入较少，参与雇主养老计划的时间较短且账户金额较少。这一类投资者在 2012 年占比达到 54%，默认自动加入目标日期基金是一部分单一型日期投资者数量增加的一个重要原因。但是，大部分的单一型投资者更愿意把是否加入计划的选择权握在自己手里。混合型投资者除了持有目标日期基金外，还持有其他的投资品种，混合型投资者在个人偏好和投资组合特征方面与非目标日期投资非常类似。

为了满足雇员资产配置和投资决策制定的需求，企业雇主聘用先锋公司作为投资顾问合作方，提供包括管理账户服务、线上咨询服务、个人线上理财咨询等服务。管理账户服务以及线上投资顾问服务由第三方投资顾问公司——金融引擎公司提供。管理账户服务主要针对更喜欢专业投资管理的参与者，用养老计划内包含的基金来定制组合，并保持动态跟踪以及再平衡。目前，先锋 1/6 的供款计划提供定制账户咨询服务。由于大型计划更偏好提供这类咨询服务，几乎一半的参与者都开通了管理账户服务。除了管理账户服务外，线上咨询服务主要针对想要自己管理账户的投资者，有 1/3 的计划提供线上咨询服务，由专业的投资顾问协助投资者优化管理投资组合，并且定期提供一些投资组合配置建议。由于大型的计划更偏好提供咨询服务，已经有 2/3 的参与者开通了线上咨询服务。

专业配置服务避免了股票配置的极端化

专业配置服务的一个主要效用是避免个人投资者股票配置的极端化。股票是很多计划参与者主要的资产配置类型，从投资角度出发，配置六成以上的股票资产更能满足大多数养老计划中长期养老金的投资目标。养老计划使用专业管理配置服务降低了股票配置的极端化。

由于能够减少投资组合构造的误差，专业管理配置服务受到了越来越多人的青睐。统计显示，持有广泛分散化投资组合的参与者占比从 2003 年的 35% 上升到了 2012 年的 63%（图 3），持有集中股票配置的投资者和持有极端股票仓位的投资者的数量也分别减少了一半。

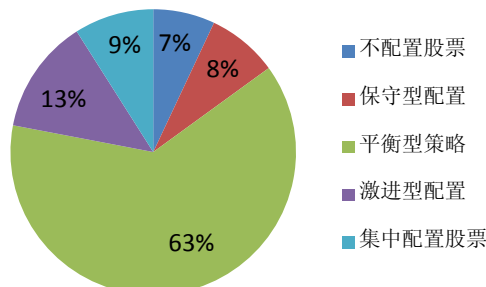


图 3：先锋 DC 计划参与者配置股权类资产的比重

随着使用专业管理配置服务的增加，DC 计划参与者随着年龄的增长而不断的减少股票配置。一般来说，投资者生命周期所对应的股票配置比例呈现驼峰状，年轻和年老的参与者采取比较保守的配置，而中年投资者则拥有最高的股票资产。不过，先锋 DC 计划的投资者中股票配置的比例和年龄呈现显著的反比关系，这一现象与目标日期基金和管理账户服务的广泛使用有着密切关系，二者都表现为随着年龄的增长不断减少股票配置。

专业管理配置的广泛使用也减少了对股票做极端配置的比例。在一种极端情况下，不配置股票资产的参与者人数已从 2003 年的 14% 下降到了 2012 年的 7%；在另一种极端情况下，全部投资股票资产的参与者占比从 24% 降至 9%。由于专业管理服务包括投资股票和固定收益资产，因此参与专业管理配置的投资者不会持有极端的股票仓位。目标日期基金的好处就是能消除这种极端的股票配置情况，因为非目标日期参与者更倾向于持有极端的股票配置，25% 的自己做决策的投资者会持有极端的投资组合（其中 11% 无股票配置，14% 则全仓股票）。

此外，投资者会根据他们参与雇主退休计划的年份来决定当前的资产配置情况。例如，在 2008-2009 年加入计划的投资者，股票仓位基本在 72%，稍微低于在 2007 年加入计划的投资者；2011-2012 年加入的投资者把超过 3/4 的资产投向股票，2012 年的新参与者有将近 2/3 的供款资产投向目标日期基金。

专业管理组合的回报差异小

有两种类型的投资回报：总回报和投资者个人回报。总回报率反映了时间加权的投资业绩，可与基准指数进行结果比较；个人投资回报率是资金加权的回报，考虑了资金的流入和流出，反映了个人账户的投资收益。

从投资收益来看，即使经历了 2008 年股票市场的大幅下跌，截止到 2012 年底，一个典型的专业组合配置的参与者账户财富也上涨了 12%。金融危机后，美国股票市场经历了 2009 年、2010 年复苏，

以及 2011 年的平淡后，在 2012 年表现强劲，DC 计划参与者一年期的平均总回报率和平均个人回报率分别达到了 12.4% 和 12%。截止到 2012 年 12 月 31 日，过去 3 年和 5 年总回报率和个人回报率的中位数都取得了盈利，其中 5 年期的参与者总回报率平均每年为 2.3%，累计回报率达到了 12%（个人回报率平均每年为 3.9%，累计个人回报率达到了 21%）。

相对于自己做决策，参与专业管理配置的投资者在回报率上的分化较小。对于参与单一目标日期的投资者，其 5 年回报率的范围从每年 1.7% 到 3.7%，差别大约是 2 个百分点；对于参与单一平衡基金和管理账户的投资者，其年度回报率大约在 2% 到 3% 间。专业管理账户是个性化的组合方法，因此其投资结果的分散化程度比目标日期基金更高。相对来说，那些自己做决策的投资者的实际回报在每年 -1.9% 到 6.4% 之间，差别在 8 个百分点内。

与目标日期基金相比，参与管理账户服务的投资者回报更加分散，反映了管理账户服务的个性化特征很鲜明。截止 2012 年底的 5 年间，单一目标日期投资者的回报分布位于主要的市场指数收益高低之间，因为大多数的目标日期组合都是不同美国股票、国际股票或者债券的组合。单一平衡基金投资者的回报反映了大多数平衡性基金具有相同的股票配置，其典型的配置是把 35% 到 65% 的资产配置到股票中去。

账户资产在不同计划间转换

计划参与者会根据对市场发展趋势的判断而在不同的计划间进行转换。投资者要决策未来应该如何进行配置，投向何种计划。这些交易活动表明了参与者持有某种投资工具的时间，同时也可衡量参与者为应对短期市场的波动而改变组合的意愿。

计划参与者的行为是变化的，大多数参与者会根据风险偏好而不断的做出调整，有时候提升股票比重，有时候降低。在特定的市场下，交易金额不只向一个方向流动，参与者从股票转入或转出资金。就算是在股票市场大幅波动的期间，参与者也并不完全放弃股票，只有小部分参与者会完全放弃持有股票。从 2012 年的情况看，市场波动的水平相对适度，只有 1% 的参与者完全地放弃股票，剩下的 11% 的参与者忙于使组合更加多样化。在一个极端，减少股票头寸超过 10 个百分点的参与者有 2%，而在另一个极端，少于 1% 的人完全转向股票的组合。从更长的一个时间期间来看，在 2008—2012 年间经历了金融危机和熊市，也只有 3% 的参与者放弃了股票，31% 的参与者只是小幅的调整了其组合，其中只有 13% 的参与者转换股票配置的幅度超过 10 个百分点，大约三分之二的投资者并没有调整其退休账户。

近年来，计划参与者通过市场择时在不同计划间进行资产转换的频度下降。虽然市场在 2012 年有较大波动，但是只要 12% 的参与者进行了一个或者多个组合的交易，低于 2008 年的 16%。在 2012 年的前几年，参与者进行交易的比重更低，基本上不进行调整。整体上，参与者在 2009 年到 2012 年间的交易活动要低于 2004 到 2005 年期间，当时市场表现更加良性。从资产类别来看，2012 年只有 1.7% 的净资产从股权类资产转向固定收益，而在 2008 年这一比例为 3.9%。

报告建议

从国内企业年金市场化运作的进程来看，短期内在规模上难现爆发式的增长，但是这个进程会逐步的加快。同时，从成熟市场的经验来看，企业年金等养老资产的管理是大型基金管理公司的主要业务线。因此，在目前的时点上，大型基金管理公司应该在企业年金的管理上进行更长远的布局，着力打造专业管理配置能力，来强化竞争优势。

发展战略

从业务布局上来看，建议大型基金管理公司把养老金业务作为未来业务发展的核心，在资源的投入上进行倾斜。

包括富达、先锋基金管理公司在内的美国大型基金管理公司都将企业年金账户管理视为核心业务，获得了源源不断的资金流入。新的税收办法虽然不能够给基金行业带来爆发式的业务机会，但是国内企业年金在未来的规模是非常庞大的，大型基金公司理应占据这块蛋糕的重要份额。

作为一项未来的核心业务，现在还处于投入的阶段，而且年金业务的管理费水平较低，给基金公司带来的利润非常有限，目前很难对公司的盈利做出贡献，但是不能因此而降低对该业务的重视程度。

竞争策略

在竞争策略方面，提供“全方位”的综合服务，来凸显大型基金管理公司的综合能力，以此树立竞争优势。

综合服务使投资人更具市场竞争优势，优秀基金管理公司有信誉溢出效应，可以为客户提供高附加价值的投资管理业务，在投资方面的信誉可以转移到账户管理方面。同时也可以降低信息搜寻、监控等方面的成本，从而降低服务总成本。

从国际经验看，美国共同基金吸引私人养老金投资的原因不仅仅是理财能力，还在于养老金持有人能够便捷、低成本地通过基金公司开设的养老金账户进行投资理财。日本的信托银行也因为提供“一条龙”企业年金服务而具有较强的市场竞争力。

投资理念

随着未来企业年金投资范围的逐步放开，建议大型基金管理公司在养老金投资策略上更积极一些，以此指导业务的差异化发展。

随着委托人对于资金保值增值目标的提高，以及未来年金投资范围的逐步放开，需要大型基金管理公司在投资理念上更积极一些，投资理念的调整也便于业务的差异化和产品的多元化，更能满足不同委托人的需求。

业务开发

建议大型基金管理公司仍然以金融、电力、通讯、石化等行业的大型企业作为年金业务开发的重点，同在进行事业单位职业年金管理业务的开拓。

从未来一段时间不同类型企业开展企业年金业务的判断来看，新

的税收办法对企业员工缴纳企业年金的促进作用更大，而对企业的促进相对有限。因此，该办法也较难扭转过往中小缴纳企业年金的积极性。因此，基金公司业务拓展的重点还是在传统的大型企业，同时也要开始拓展事业单位职业年金的管理业务。

产品服务

建议逐步形成多元化的产品线结构，建立从低风险向高风险的连续产品线，努力打造基金公司在企业年金管理方面的专业管理配置能力。

我国面向企业年金市场的基金产品将会逐渐地呈多元化结构，不同的企业年金计划根据需求在各种风险、收益偏好的基金产品中分配投资，形成不同的投资组合。建立从低风险向高风险的连续产品线。未来随着税收政策的调整、个人自主选择权的放开和个人账户的自由转移、自雇人员的参加等政策发展，像生命周期类、保本类、保收益类、FOF 类等都有可能出现并得到很好的发展。

委托人教育

建议大型基金管理公司在了解和准确把握客户需求，更要让广大委托人加强对资本市场特性、年金投资特点等方面内容的认识。

在把握好客户需求的同时持续做好投资人教育。目前，无论是受益人还是受托人和投资管理人对养老金投资运作的规律的认识还不够，对风险与收益平衡的认识不足，对短期波动与长期收益认识不足，对受益人风险承受与收益预期认识不足，因此，持续做好委托人教育对于规范和科学管理年金十分必要。可以通过定期组织委托人、投资管理人进行资产管理与投资交流会议，深入了解和准确把握客户需求，让广大委托人加强对资本市场特性、年金投资特点等方面内容的认识，尤其是对短期收益和长期收益、绝对与相对收益平衡的认识；更全面和科学的认识年金投资，更客观和理性来看待投资业绩，而不要简单通过业绩排名和短期收益来评价投资人。

分析师承诺

分析师 代宏坤

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。

上海证券基金评级定义

类别	分级及定义	
综合评级	★最低	★★★★★最高
选证评级	★最低	★★★★★最高
择时评级	★最低	★★★★★最高
夏普比率	★最低	★★★★★最高