

# 企业年金投资政策迎来重大调整

2021年1月8日 产品开发部

2020年12月28日，人力资源和社会保障部公开发布了《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）及《关于印发调整年金基金投资范围有关问题政策释义的通知》。这意味着自2013年以来，企业年金迎来了一次重大的投资政策调整。

## 一、政策要点总结

### 1. 对参与主体权责的明确

本次调整提到“企业年金计划委托人、职业年金计划代理人不得直接或间接指定管理人配置金融产品”。自企业年金诞生以来，客户直接干涉具体产品配置的情况较为常见，这也是首次在文件中明确规定企业年金客户不得干涉管理人的具体投资操作。有利于年金基金管理机构充分发挥自身的专业能力进行投资。文件对其他几类参与主体的权责也进行了明确。

主体	明确事项
委托人/代理人	不得直接或间接指定管理人配置金融产品
受托人	应做好计划层面风险防控，确保资产配置比例符合相关规定，提高大类资产配置能力
托管人	应当认真履行投资监督职责，督促合规运作，维护资产安全
投资管理人	应当加强风险防范，持续跟踪金融产品管理运作，不得：利益输送、利益转移、通过关联交易或者其他方式侵害年金委托人利益

### 2. 明确年金基金投资管理要求

本次调整明确了若干年金基金投资相关要求，具体如下。

投资原则	<ul style="list-style-type: none"> <li>谨慎、分散风险的原则</li> <li>安全性、收益性和流动性，实行专业化管理</li> </ul>
计划投资比例及组合层“双限”	<ul style="list-style-type: none"> <li>单计划资产投资比例参照组合比例限制进行管理</li> <li>首次明确受托直投组合定义，防控计划层投资风险</li> </ul>

嵌套穿透原则	<ul style="list-style-type: none"> <li>禁止多层嵌套</li> <li>穿透式管理，底层资产需符合年金基金投资范围</li> </ul>
管理人主动管理职责	年金基金管理机构应当利用年金基金资金长期、稳定的优势，发挥自身专业能力，着眼长期，实现年金基金保值增值

### 3. 新增、明确、剔除部分投资品种

本次调整允许投资港股市场。投资港股已经在养老金业界论证多年，前几年人社部就在小范围下发过港股投资相关的征求意见稿。企业年金本次拟开放投资港股通标的股票，途径有两个：股票型养老金产品和公募基金。本次调整也剔除部分不再符合年金投资要求的投资品种。

新增标的	明确可投资品种	剔除品种
同业存单	政策性、开发性银行债券	万能保险产品
资产支持证券	永续债	投资连结保险产品
国债期货	非公开定向债务融资工具	商业银行理财产品
港股通标的股票	私募公司债	特定资产管理计划
不动产债权投资计划		
优先股		

### 4. 对标准化债权资产做出认定

2020年7月3日，中国人民银行汇通银保监会、证监会、外管局发布了《标准化债权类资产认定规则》，对标债和非标债概念进行厘清。本次企业年金投资政策调整也紧跟新政对标准化债权做出具体认定，具体如下表：

国债	企业/企业债（投资级以上）	非公开定向债务融资工具（投资级以上）
中央银行票据	可转换债（投资级以上）	信贷资产支持证券（投资级以上）
同业存单	可交换债（投资级以上）	资产支持票据（投资级以上）
政策性、开发性银行债券	短期融资券（投资级以上）	证券交易所挂牌交易的资产支持证券（投资级以上）

金融债（投资级以上）	中期票据（投资级以上）	永续债（负债工具）
------------	-------------	-----------

## 5. 明细部分资产配置要求

新政策对多类资产设置了具体的信用评级准入。

优先股	发行主体信用等级不低于 AAA 级，且优先股信用等级不低于 AA+级
同业存单	发行主体信用等级应不低于 AAA 级
永续债	发行主体和债项信用等级不低于 AA+级；非公募永续债可无债项评级，但其发行主体的信用等级需具有 AAA 级
ABS/ABN	AAA 级的优先级份额
信托产品	不低于 AA+级或者相当于 AA+级的信用级别（特定情况下可豁免外部信用等级）
债权投资计划	信用等级不低于 A 级或者相当于 A 级的信用级别

## 6. 权益仓位限制调整

权益类资产比例从原来的 30%上调至 40%。其中投资港股通标的股票比例不超过 20%。

此前保险资金也将权益资产上限从 30%提升到 40%，第二支柱养老金也迅速跟进。提高权益仓位一直是养老金学界、业界的呼声。随着市场利率下行以及国内权益市场改革不断，提高权益资产配置比例正当其时。

## 7. 调整非标资产配置要求

本次调整适当放宽发行主体的限制条件，但相应提高了信托产品豁免外部信用评级的条件，并明确债权投资计划的信用增级要求。这使得在安全的前提下，增加了非标资产的供给，有利于年金收益的稳定。

### 7.1 信托计划

- (1) 限于集合资金信托计划和为年金基金设计、发行的单一资金信托；
- (2) 基础资产限于非标准化债权类资产；
- (3) 包含“受让权转让”条款；
- (4) 信用等级不低于 AA+级或者相当于 AA+级的信用级别。豁免情况

- 偿债主体净资产不低于 150 亿人民币，或最近三年连续盈利且年营业收入不低于 200 亿元人民币；
  - 担保人净资产不低于 150 亿人民币，或最近三年连续盈利且年营业收入不低于 200 亿元人民币；
- (5) 安排投资项目担保机制，但符合上述第四款第 1 条规定且在风险可控的前提下可以豁免信用增级安排；
- (6) 发行信托产品的信托公司应当具有完善的公司治理、良好的市场信誉和稳定的投资业绩，上个会计年度未经审计的净资产不低于 100 亿元人民币；近一年公司及高级管理人员未发生重大违法违规行为。

## 7.2 债券投资计划

- (1) 履行完毕相关监管机构规定的所有合法程序；
- (2) 包含“受让权转让”条款；
- (3) 信用等级不低于 A 级或者相当于 A 级的信用级别；
- (4) 投资品种限于银保监会认可的信用增级为保证担保方式和免于信用增级的情况；
- (5) 发行债权计划的公司应当具有完善的公司治理、良好的市场信誉和稳定的投资业绩，上个会计年度未经审计的净资产不低于 2 亿元人民币。

## 8. 新规实施后的过渡期管理安排

对于部分调整的过渡期进行了安排。

已运作产品存量持仓调整要求	<p><b>年金计划、投资组合、受托直投组合和养老金产品的投资比例、投资范围</b> ——2021 年底前调整到位</p> <p><b>商业银行理财产品、特定资产管理计划</b>——可持有至到期，相应养老金产品到期后清算并上报清算报告</p> <p><b>优先股型养老金产品</b>——2021 年底前清算完毕并上报清算报告</p>
养老金产品、年金基金变更备案要求	<p><b>养老金产品</b>：涉及投资范围和比例等相应调整的——事后变更程序。管理人自行按新规修订养老金产品合同等法律文书，在之后的产品推介过程中，尽量使用新的产品合同。</p> <p><b>年金计划</b>：年金计划涉及投资范围和比例等相应调整的，本次无</p>

	需专门就新规调整备案。在下次依规需进行年金计划管理合同备案时一并备案。
--	-------------------------------------

## 二、 点评

### 1. 权益资产上限的提升，带来理论上的 3000 亿增量

目前企业年金和职业年金的总规模大概 3 万亿，10%的权益仓位提升讲给权益市场带来 3000 亿的理论增量。

从实际的企业年金投资实践来看，以前的权益仓位中枢常常在 10%-20%，很少有达到 30%的时候。短期来看，企业年金权益仓位的高低更多还是来自于客户预期收益或者考核目标的牵引。如果客户的预期和考核目标没有变化，短期内权益仓位较难因为上限的提高而大幅度提高。

从近期的职业年金实践看，其权益偏好较强，有可能利用本次调整进一步突破原有的权益配置比例。长远来看，随着利率下行和政策的引导，无论企业年金还是职业年金，权益仓位中枢预计将会在长期内不断提升。

### 2. 全球配置的第一步

养老金的全球配置一直是业内的呼声。本次调整将港股纳入投资范围说明监管和市场对于港股市场持非常开放的态度，这意味着国内养老金在全球配置道路上迈出一大步。

港股配置上限 20%是一个相对较大的敞口，也就是说如果仓位用足，港股可以占全部股票仓位的 50%，形成一个理论规模达到 6000 亿的市场增量。一般来说企业年金组合会配备权益投资经理一名，应该不会专门为港股再配置一名专职投资经理，若要投资港股就需要权益投资经理对港股市场有深入的了解，或者配置港股通公募基金，或者发行港股通养老金产品。对于行业来说，拥有港股投资能力的投资管理人将迎来机会，且不限于有年金资格的管理人。

### 3. 剔除不适宜的投资品种

本次被剔除的三类资产有一些共同的特点，如：透明度低、不利于穿透。其中保险产品早在去年就被排除在投资范围，本次政策是对之前调整的正式确认。银行理财产品

自从 2013 年被纳入投资范围，一直不受企业年金投资者青睐，主要是因为信息披露不透明、风险难以度量等问题。大部分银行理财背后的底层资产已经在企业年金的投资范围之中，企业年金投资者也不太需要通过银行理财这样一个投资通道。目前，银行理财正在经历净值化转型，银行理财子公司也方兴未艾，**不排除未来给银行理财子公司发放资格或将其产品纳入投资范围的可能性。**

#### 4. 扩大固收类可投资资产范围

新增多种固收类资产，如：**ABS、ABN、永续债、非基础设施债权投资计划等**。产品供给面也被扩大，比如信用的发行主体不再有年金管理资格相关要求。但对于信用风险的管控明显加码，对多类资产的发行主体或者债项增加了具体的信用评级限制。

#### 5. 企业年金的改革工作不断推进

本次投资范围调整是 2013 年以来企业年金领域最大的政策调整，也是社会各界一直呼吁的改革方向之一。**这表明人社部等政府监管部门对于推进养老金第二支柱改革持开放积极的态度。**结合今年人社部对企业年金资格延续评审方式的改革，有理由相信其他呼声较高的改革（如：管理人资格扩容、自动加入机制、自选投资计划等）也有希望在不久的将来陆续推出。