

我国企业年金投资运营中的问题 and 对策分析

傅新瑶

四川大学公共管理学院, 四川 成都

收稿日期: 2022年7月19日; 录用日期: 2022年8月19日; 发布日期: 2022年8月30日

摘要

近年来,我国企业年金在投资运营的过程当中,取得了较为优异的成绩,但是企业年金各年的投资收益率仍然呈波动起伏,蕴含不稳定因素。企业年金的投资运营合理与否关系着企业年金投资和使用的效率,对实现更高更平稳的收益目标具有重要的经济社会意义。本文通过宏观地分析我国企业年金投资运营过程中存在的问题,包括资产配置结构不够合理、短期投资行为较多、多层委托代理关系复杂以及风险管理存在缺陷等,提出优化建议,以期为我国企业年金的投资运营管理的科学化提供一定的参考。

关键词

企业年金, 投资运营

Analysis on the Problems and Countermeasures of the Investment and Operation of Enterprise Annuity in China

Xinyao Fu

School of Public Administration, Sichuan University, Chengdu Sichuan

Received: Jul. 19th, 2022; accepted: Aug. 19th, 2022; published: Aug. 30th, 2022

Abstract

In recent years, China's enterprise annuity has achieved excellent results in the process of investment and operation, but the annual investment rate of return of enterprise annuity still fluctuates and contains unstable factors. Whether the investment and operation of enterprise annuity are reasonable or not is related to the efficiency of enterprise annuity investment and use, and has important economic and social significance for achieving higher and more stable income goals. This paper analyzes the problems existing in the process of Chinese enterprise annuity investment

and operation from a macro perspective, including the unreasonable asset allocation structure, many short-term investment behaviors, complex multi-level principal-agent relationships and flaws in risk management, and put forward optimization suggestions in order to provide a certain reference for the scientific investment and operation management of Chinese enterprise annuity.

Keywords

Enterprise Annuity, Investment Operation

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

人口老龄化已成为日益严重的全球性问题，建立多层次养老保障体系成为全球应对人口老龄化挑战的普遍做法。目前，我国基本形成了“三支柱”的养老保障制度体系，其中第一支柱基本养老金广泛地覆盖了我国公民，企业年金作为养老保障的第二支柱，在我国市场化、规范化运营也已有十余年。

首先，我国企业年金已形成了较为完善的制度基本框架，形成了信托型企业年金制度，构建受托人、账户管理人、托管人的分权制衡机制，进行投资比例限制和投资范围监管，明确企业年金基金的信息披露和监管要求，把企业年金计划管理、受托管理、账户管理、托管管理、投资管理、信息披露、权益归属、监督管理整体规范到了企业年金基金管理的架构之下。其次，自 2004 年我国企业年金政策颁布并实施，经过两年多的业务准备，2006 年企业年金基金逐步开始投入市场化运作。截至 2020 年末，全国约有 10.52 万家企业建立了年金基金，参加职工人数达 2717.53 万人，累计基金规模达 2.25 万亿元。市场化运作也取得了良好成绩，2007 年到 2020 年，平均收益率达 7.3% [1]，创历史之新高。

但是，平均收益率的不断提高并不代表我国企业年金的投资运营管理完美无瑕。自 2006 年到 2020 年，企业年金各年的投资收益率呈波动起伏，这在一定程度上表明企业年金的投资运营中仍然存在很多潜在的风险。这些风险不一定反映在投资收益上，但会贯彻在企业年金投资运营的全过程，从而制约企业年金在提升退休保障和促进资本市场中的作用。企业年金作为养老金的一部分，是资本市场的重要参与者，比其他机构投资者更有条件对资本市场产生积极影响，通过投资可以为实体经济提供长期融资，支持企业和经济发展。因此，对企业年金的投资运营进行研究十分必要。这有助于提升企业年金投资和使用的效率，实现更高更平稳的收益，也具有重要的经济社会意义。

2. 文献综述

在我国，一些学者关注企业年金的资产配置和投资工具选择：胡秋明等(2014) [2]认为资本市场震荡加剧背景下，如何通过资产结构动态调整来增强基金的保值增值能力，是我国企业年金基金投资运营中亟需解决的实际技术问题。李洁等(2017) [3]利用马科维兹的均值-方差模型，在目前我国企业年金投资约束条件的前提下测算四种主要投资工具在不同投资组合下的收益率和风险。结果表明在现有年金投资约束条件下，国债和企业债券两者之间企业债券更优，并且两种以上投资工具的组合更能分散风险。刘桂莲(2021) [4]认为资产配置是我国企业年金基金市场化投资运营的重要环节。投资范围选择和投资比例限制是资产配置管理的硬约束，也会受到政策约束、制度设计障碍和资本市场不完善等多重因素的影

响。

也有学者研究发现并指出影响企业年金投资运营收益率的一些关键因素：董玉方等(2014) [5]从时间维度分析了我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。尚煜等(2020) [6]以年金运营的财务评价为重点，从传统财务指标和年金独有指标分别设定财务指标，包括投资收益率、通货膨胀成本等对 2007~2017 年我国企业年金运营情况进行数据分析，认为要在提高企业规模增长速度、普及率、资产配置能力等方面进行深入研究来促进年金投资运营的效率。初立苹等(2021) [7]使用 Fama-Macbeth 方法研究了管理费用和运营模式对中小企业年金基金超额收益率的影响。结果表明：对于中小企业年金基金而言，管理费用对其超额收益率产生显著负向影响，而运营模式未能产生显著影响。范德胜等(2021) [8]采用加入时间趋势项的双向固定效应模型以及我国企业年金集合计划投资 2013~2019 年的非平衡面板数据进行实证分析，结果表明随着时间的推移，政府管控比基金个体差异对于企业年金收益率的影响更为显著。

同时，部分学者对美国、澳大利亚和加拿大等其他国家年金的投资运营做了相关分析和研究，以期为我国企业年金的投资运营提供一些政策建议。陈星(2013) [9]通过研究美国的企业年金投资运营，认为追求企业年金计划未来价值最大化的理念应该贯穿在资产配置的决策过程之中，专业化投资管理人需要在相对保守的低风险型投资组合与追求高收益的激进型投资组合之间做出最优的选择。路锦非(2012) [10]通过提炼澳大利亚的超级年金在市场运行中的经验数据，得出对我国健康发展养老金市场尤其是企业年金运营具有重要参考性的研究结论：养老金市场存在明显的规模经济效应。段鸿济等(2018) [11]发现加拿大养老金投资公司资产配置策略实施权益化、实物化、长期化、全球化和多币化，提出要坚持发挥好资金期限长的优势，提高权益资产配置比重和非公开市场参与以及打造内部专业团队与谋求外部合作伙伴并举的措施来为提高我国年金资金运用水平、提高相关机构投资者资产配置能力提供经验借鉴。

在国外，更多的研究集中于企业年金投资管理本身的投资策略行为。Petar-Pierre (2017) [12]提到 DC 型养老金缴费者需要承受较大的市场风险，因此可以通过建立默认生命周期投资策略和引入最低收益保证来应对这一风险。Raddatz (2013) [13]研究智利，发现更加容易的业绩排名比较和相互竞争将会使同类养老金投资管理人的从众行为显著增加，这必然会对养老金投资管理的效率造成一定的影响。Hensel 等(1991) [14]发现养老金计划资产配置政策有同质化趋势，即存在“同行效仿”和积聚趋同现象。所有养老金计划发起人都会考虑其他养老金计划持有的平均组合，投资管理人之间的竞争会鼓励投资管理人采用类似的资产配置行为。Blake (1999) [15]对英国养老金行业的研究发现也验证了这个结论，其他投资管理人会选择与主要投资管理人类似的资产配置结构，以便能够降低相对表现不佳的风险。

由此可以发现，学者集中于微观的因素去探讨企业年金的投资运营，主要包括我国企业年金的投资策略研究、与其他国家企业年金投资运营的比较研究以及影响投资收益率的因素。在全球愈加重视养老金投资收益提升、投资行为理性的背景下，本文通过宏观地分析我国企业年金投资运营过程中存在的问题，提出优化建议，以期为我国企业年金的投资运营管理的科学化提供一定的参考。

3. 我国企业年金投资运营存在的问题

(一) 我国企业年金的资产配置结构不够合理

人社厅发布的(2020)95号文件规定年金基金财产限于境内投资和香港市场投资。同时，投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品(含股票专项型养老金产品)等权益类资产的比例，合计不得高于投资组合委托投资资产净值的40%。投资单只股票专项型养老金产品的比例，不得高于投资组合委托投资资产净值的10%。投资信托产品、债权投资计划，以及信托产品型、债权投资计划型养老金产品的比例，合计不得高于投资组合委托投资资产净值的30%。

据此可以发现在我国，政策文件首先规定“限于境内投资”，之后在此基础上再对不同产品的投资比例划定了“投资底线”，流动性资产比例大于 5%，权益类小于 40%。这表明我国企业年金投资范围和品种受到比较强的限制。而投资范围的限制，会导致资产间相关性太高，影响投资管理机构根据市场变化及时调整资产配置或新增投资品种的灵活性，进而影响风险管理的效果和资产配置的效率。美国 401(K) 计划大约有 80% 投资于共同基金，加拿大退休养老金计划的股票投资占一半以上，日本公共养老金的国内债券、国内股票和海外资产投资均有所涉猎。荷兰始终自由放任资产配置的比例，且允许养老金资产进行全球资产配置。美国、日本等国权益类资产、风险资产的配置比例常年均保持在 40% 到 50%，而我国企业年金在 2020 年实际运作的权益类资产只占 31.13%¹。

总体而言，我国企业年金权益类资产的放开程度不够，投资范围具有一定的局限性，投资运营风险偏好较低。养老基金的资产配置仍然是非常典型的绝对收益策略，以银行存款作为安全保护伞，主动投资以债券为主，以部分股票增强收益弹性，导致投资收益十分有限[16]。企业年金制度初步建立时期，因资本市场发展不完善，投资工具不丰富，选择银行存款、国债等流动性好、风险较小的投资工具，对防范企业年金的投资风险起着重要作用。但是，随着全方位金融开放和人民币国际化的推进，全球化资产配置变得越来越便利，我国依旧限制境外投资的举措显得格格不入，这并不利于完成老龄化人口逐步加剧压力下资产长期保值增值的目标。

(二) 我国企业年金短期投资行为较多

当前，我国企业年金大部分的委托人对年金基金长期投资目标缺乏清晰的认识，过分追求短期绝对收益，对投资管理人的评价考核指标就集中于短期收益率比较和业绩排名。这使得投资管理机构没办法以长期投资理念为指导，投资行为逐渐短期化，以获取更多增量资金和投资管理权限，来保证自己的市场投资管理地位。另一方面，国外的养老金通常设定预期收益率作为长期投资目标，以满足资产负债匹配的精算假设需求或实现特定的替代率及储蓄目标，据此开展战略资产配置，设定风险限额，进行投资管理[17]。而国内企业年金目前普遍没有设立替代率及资产积累目标，导致长期目标缺乏，短期目标上位。同时，一些专业投资机构很少关注投资组合管理能力和分析投资标的风险等方面，出于风险规避考虑，资产配置偏保守。这使得养老基金投资管理没有完全契合养老金长期性的属性特点，无法通过多元化的组合构建和资产配置策略来分散风险、获取稳定收益，显然不符合养老金投资的目标和初衷。

总体而言，企业年金的委托人、受托人及投资管理人都未树立一个理性的、长期投资获得高收益的观念，未科学合理地看待风险和收益的关系，从考核方面引导了短期投资行为，也反映了投资理念的偏差，扭曲了企业年金投资运营的最终目标，使得企业年金投资运营陷入一定的风险。企业年金作为养老金的一部分，它的投资运营不应该仅是以超过银行存款利率为目标，更应该与养老金长期面对的经济增长率和支付需求合理挂钩，来实现长期保值增值。在我国经济高速发展，工资水平长期快速提升的情况下，企业年金基金投资必须要求更高的、长期的、稳定的投资回报率，这就要以市场科学稳定的长期投资行为为基础。

(三) 我国企业年金的多层委托代理关系复杂

具体来看，我国企业年金计划的基本运营流程如下：企业和职工将企业年金基金以信托契约方式交给处于核心位置的受托人，而受托人与投资管理人、账户管理人、托管人再签订委托代理合同，继而一起管理企业年金基金的投资运作，各管理机构之间相互监督、相互牵制、相互制衡，旨在实现企业年金基金的保值增值。企业年金基金的信托法律关系基础决定了委托人基于对受托人的信赖将基金交由受托人管理，而受托人以自己名义为维护最终受益人利益来管理。

¹数据来自于 2020 年度全国企业年金基金业务数据摘要计算所得。

基于我国企业年金基金制度设计，受托人以委托代理方式委托投资管理人、账户管理人和托管人来共同管理的企业年金基金，存在着多个委托代理关系，层级多，且较复杂。

首先，委托人处于企业年金基金运作中的起点位置，但由于存在信息不对称，使得他们有可能以牺牲最终受益人利益为代价，将基金业务委托给收费较高且经营管理未必很好但可能与自身利益有关的受托机构，第一层次委托代理就出现了问题。其次，受托人是企业年金基金运作的主体，被赋予了全权处理信托财产的权力，这种权力行使方式的选择会构成了企业年金基金的不同运营模式，因为企业年金基金运营中的受托人在第二层次委托代理问题中扮演着一般意义上的“委托人”角色。通常来说，委托人更偏好于从内部选择受托人，而且这种选择与受托人能力不显著相关，更可能是由于委托人对内部代理人更为熟悉，或获取内部代理人信息的交易成本更低。当然，也可以从外部选择受托人，这就是外包模式，它比内部选择模式还要多出一层委托代理关系。在其他情况相同的前提下，外包模式一般会存在更严重的委托代理问题。养老金在执行其任务时会聘用多层代理机构，而所聘用代理机构的层级越多，出现委托代理问题的可能性就越大，相应的成本也越高，道德风险出现的可能性越大。法人受托中，部分受托机构不能公正公平选择评价投资管理人，损害了委托人利益。而受益人一般是不知道基金如何运营，也无权选择运营过程中的管理机构，也不清楚投资管理人的努力程度，这些都使得以受托人为代表的管理机构可能从自身利益最大化出发，采取有损于最终受益人的行动，进而使得企业年金基金在运营过程中面临巨大的道德风险。

总体而言，因为委托人数量众多，且委托人专业能力有限，对受托人的监督手段较为缺乏，导致我国企业年金治理结构存在明显的缺陷，对于企业年金的投资运营效率也造成了一定的消极影响。

(四) 我国企业年金的风险管理存在缺陷

从企业年金运营角度看，不同行业的管理人由于在年金管理中的角色不同，有的只承担托管人一个角色，有的承担几个不同的管理角色，由此造成围绕年金风险管理的组织架构、运营流程、风控机制、信息系统、方法手段、指标阈值等方面都有显著的差异。从年金投资角度看，通常年金委托人或受托人会向投资管理人下达投资政策指引。投资指引从投资管理总体要求、投资范围、投资比例等方面进行约定。但在诸如禁限投规则、另类投资，以及风险控制的标准，如收益率下限、最大回撤、止损举措、杠杆比例等方面缺乏统一的风险监管标准，同样的企业年金投资组合面临的风险差异较大。

一方面，企业年金由于自身的独特性以及管理人跨行业的特点，不同商业银行、信托公司、保险公司、基金公司、证券公司的风险监管有所差别。因此企业年金风险管理的顶层设计标准不一，围绕年金风险管理的统一的、标准化的、系统性的制度规范还没有建立。另一方面，企业年金的风险管理综合评价机制也不够完善，缺乏资本约束要求和风险量化标准，使得各管理人的年金风险管理能力缺乏可比性，会影响受托人的选择科学性。同时，市场化的监督机制不足，信息披露和公开透明等方面都需要进一步增强。

在老龄化加速的趋势下，加上风险监管制度缺失，企业年金面临着投资管理人“重视不足、投资受限、收益偏低、增长乏力”的风险。风险管理的缺失不仅会造成企业年金的损失，损害受益人合法权益。更重要的是，会制约其投资收益和可持续性。年金机制的优势无法彰显，导致其制度吸引力下降，影响制度的发展壮大。

4. 我国企业年金投资运营优化的建议

(一) 通过加强权益配置完善企业年金的资产配置结构

由于我国企业年金资产配置结构不合理带来的收益回报率偏低问题，需要加强权益配置的比例来完善我国企业年金投资的资产配置结构。

市场上的投资资产，没有一种拥有绝对优势的单一资产，即收益很高同时风险又很小的资产供投资者选择，单一资产收益越高风险也就越大。因此，将不同类别的资产组合在一起时，投资组合的风险特征会得到显著改善，不同资产之间的弱相关性和负相关性会抵消一部分风险，从而使风险较小而收益较高成为可能。这启示我国企业年金投资应当扩大投资组合数目，同一计划内增强多元化组合配置。考虑在谨慎放开新可投资产品种类的情况下，鼓励多种已有投资经验的权益类资产进行配置，配置比例可以进行一定的提高，配置的国别限制可以得到放宽。通过放开已有投资运营经验的投资产品的量化投资限制，能够有效促进资产配置灵活性的提高。

同时，应鼓励我国企业年金国内投资运营学习海外职业养老金投资管理经验。在金融市场较发达的国家，全球化资产配置已经成形，企业年金等养老金的配置也不例外。我国可以适当放宽企业年金的投资范围，推进全球化配置，不仅有利于风险分散，也能够提供收益回报率。

2020年人社部发布的95号文件表明了我国在企业年金投资方面调整改革的力度持续增大，在投资工具、投资区域和权益类资产投资比例上均实现了突破性进展。投资工具上，新增同业存单、国债期货、公开募集证券投资基金和优先股等投资工具，删除万能保险产品和投资连结保险产品等监管难度大和底层资产不透明的投资工具，这是我国促进年金市场发展和有效应对利率下行压力做出的适时调整。投资区域上，也允许年金基金参与投资港股通标的股票，首次放开年金跨境投资渠道。投资比例上，权益类资产投资比例上限从原来的30%提高到了40%。人社部社会保险基金监管局主要负责人也提到本次权益类资产投资比例上限的提高，理论上来说，可为资本市场带来3000亿元的增量资金^[18]。这一系列的改革调整表明了我国加强企业年金的权益配置的意识。为了更好地促进企业年金的保值增值，要通过持续合理地调整扩大企业年金的投资范围，提升权益类投资的比例，多渠道参与实体经济融资等手段，来实现更高的长期收益。

(二) 引导并维护长期、安全和稳健的投资理念

在企业年金短期投资绩效考核导向下，投资管理人的长期投资能力难以充分发挥。因此，企业年金受托人和投资管理人都需要树立长期、安全、稳健的投资理念。主管部门可以在定期公布企业年金的资产规模和收益率基础上，公布资产配置情况，引导金融机构理性对待资产配置的变化，进一步发挥政府部门在宏观政策解读、资源配置、流动性管理等方面的重要作用，规范对受托人、投资管理人的考评方法和考评机制。通过设计兼顾短期和长期的绩效考核机制，来引导和维护投资管理人的长期投资观念，从根源上解决短期投资行为的动机，也保障投资团队的长期稳定。

同时，投资管理人，作为企业年金基金保值增值的主要责任人，企业年金能否起到补充养老的作用，为职工创造较好的退休待遇，需要投资管理人进行运作来为基金实现长期良好的投资收益，因此更要关注他们的投资理念和策略。投资管理机构内部要制定严格的投资管理制度，各职能部门按照投资管理架构和决策流程分工协作，确保企业年金资金在安全可控的基础上，追求长期业绩超越三年定期存款利率及市场平均的业绩目标。一般而言，专业投资机构应该在波动性和长期收益率之间取得一定的平衡，这一过程中，需要加强同委托人的沟通，与委托人统一投资目标，从而充分发挥资产配置在提升基金长期投资收益方面的作用，更好地促进基金的保值增值。

另一方面，要尽可能地鼓励养老保障类基金的合格投资管理人向专业化发展，并建立合理的增长机制与管理资产规模相匹配。对于管理年金组合长期业绩表现较佳且稳定的投资管理机构，可以在政策方面给予一定的奖励，对管理年金组合业绩表现长期不佳的投资管理人及时进行干预调整，保障投资管理机构的专业性。

(三) 规范我国企业年金的委托代理关系

针对年金投资运营管理角色多、委托代理关系复杂的特点，进一步形成规范的委托代理关系成为必

然。首先，需要不断完善企业年金基金收费管理的相关规范。为降低委托代理问题发生的可能性，可以考虑将受托人收费与企业年金基金的收益率相挂钩，而不是采取单一比例费率的形式，比如企业年金基金收益率高的话，受托人可以收取更高的受托费，进而形成二者之间的良性互动。其次，要进一步规范企业年金的委托代理关系，促进相关市场的规范发展。一个完善的委托代理市场不仅强调受托机构、投资管理人和托管人之间有效的利益协调和制衡关系，也需要注重各个环节合理的退出机制，才能达到企业年金基金投资效益最大化目标。在年金的委托代理过程中，营造良好的信任环境与合作文化也十分重要。合作过程中，也要始终保持受益人与委托人利益至上的理念，明确和关注受益人的利益，强调和维护受益人的权利。

另一方面，面对企业年金投资运营的逆向选择和道德风险问题，需要建立科学的企业年金治理结构，并加强受托机构、投资管理机构的市场竞争。在引入专门机构的过程中，实行竞争原则，加强对受托机构的资格审查，实行严格的准入制度，通过中介机构对受托机构进行实力和信用评估，选择有竞争力、讲信用的机构来管理运营企业年金。同时，还可以将大数据手段应用于企业年金的投资运营监督中。这不仅可以发挥大数据在企业年金运行决策、监督管理、风险防控等方面的作用，促进年金基金安全与保值增值方面的作用。还能发挥其信息整合功能，实现投资运营信息的共享与利用，使企业年金受益人和相关主体共享相关信息，为规范委托代理关系形成良好支撑。

而对于企业年金制度的委托管理模式，应该秉持更加宽容的态度，鼓励多种方式的共同发展，赋予企业更大的自主选择权。内部委托模式会对外部市场机构提升服务质量形成很大的促进，外部委托模式也会形成企业内部受托机构改进工作方式的动力。故而要看到不同委托模式并存在制度发展中的积极作用，依据各自的发展特点进行选择。

(四) 完善我国企业年金的风险管理机制

我国企业年金投资具有投资收益压力巨大、被动关注短期收益、存在多投资管理人运作模式、内外投资限制条件多、给付周期有自身特色、同一投管人管理账户个性化差异大等特点。这要求年金基金投资管理机构必须以资产安全为重心，构建一套科学严密的管理和控制程序，控制年金基金资产投资管理和内部组织运作过程中可能发生的各种风险。

具体来说，企业年金的投资风险主要包括市场风险、信用风险和流动性风险，故而要针对每类风险的不同特点进行分类管理。首先需要依据理事会或法人受托机构根据委托人的风险偏好、长期投资收益预期目标及各类投资资产的风险收益特征，在预算约束条件下形成最优资产配置策略，进而确定更为具体的权益类资产配置上限，以进行风险约束。其次要重点考察投资管理人对市场风险和信用风险的管控机制是否完善，以及在风险事件发生之后能否快速有效的进行处置，避免企业年金基金遭受巨大的减值。在企业年金投资组合管理方面，主要通过建立风险监测和预警系统的指标体系进行量化分析，从而为投资决策委员会和投资风险控制委员会提供年金基金投资组合风险控制的依据。另一方面，可以通过建立和完善内部投资风险管理制，对投资管理过程中参与的人员和部门进行明确的风险控制职能分工，以对各个管理机构风险防控职责进行细化。并在投资中实时监控各种风险指标，及时预警，加强与各方的沟通协调，管控投资风险。

总体而言，应当建立关于企业年金风险管理的统一的、标准化的、系统性的制度规范，包括风险监管机制、风险综合评价机制等内容。通过加强企业年金统一的风险监测和管理机制的运用，从而聚焦于基金投资运营过程中各类风险的防范控制。另外，建立企业年金风险的进程管理及完备的风险披露和报告制度也是必不可少的监督管理手段，保证充分及时地对相关风险进行披露、监管和控制。在企业年金信息披露机制的建设中，应该明确信息的提供主体、信息公开方式、信息披露的内容要素、信息报告时间等，确保企业年金信息披露的主动性、全面性、准确性和及时性。

参考文献

- [1] 人力资源社会保障部社会保险监管局. 2020 年度全国企业年金基金业务数据摘要[EB/OL]. <http://www.mohrss.gov.cn/shbxjjds/SBHXJDSzhengcewenjian/>, 2021-03-21.
- [2] 胡秋明, 景鹏. 企业年金基金资产结构动态优化研究——基于 DCC-GARCH-CVaR 模型[J]. 保险研究, 2014(8): 64-72.
- [3] 李洁, 彭燕, 曹晓政. 基于投资约束条件的企业年金最优投资组合研究[J]. 金融理论与实践, 2017(7): 81-84.
- [4] 刘桂莲. 中国企业年金市场化投资的特征、困境及优化措施——基于资产配置的分析[J]. 华中科技大学学报(社会科学版), 2021, 35(3): 48-56+65.
- [5] 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(3): 80-84.
- [6] 尚煜, 金丹. 企业年金运营绩效研究——基于 2007-2017 年的经验证据[J]. 财会通讯, 2020(6): 101-104+122.
- [7] 初立苹, 陈选娟, 曾韵. 中小企业年金基金超额收益率的影响动因[J]. 保险研究, 2021(5): 63-76.
- [8] 范德胜, 张幼杉, 罗英丹. 政策管控视域下我国企业年金投资收益率研究[J]. 重庆社会科学, 2021(2): 75-90.
- [9] 陈星. 金融危机后美国企业年金投资运营新探[J]. 理论月刊, 2014(1): 133-137.
- [10] 路锦非. 养老金市场投资运营的成本收益分析——基于澳大利亚超级年金经验的实证分析及其启示[J]. 华东师范大学学报(哲学社会科学版), 2012, 44(1): 5-12+150.
- [11] 段鸿济, 卢文华. 加拿大养老金投资公司投资战略研究[J]. 西南金融, 2018(10): 17-23.
- [12] Matek, P.P. and Galic, M. (2017) The Impact of Minimum Return Guarantees on Management of Mandatory Pension Funds in Croatia. *Czech Journal of Economics and Finance*, **67**, 342-369.
- [13] Raddatz, C. and Schmukler, S.L. (2013) Deconstructing Herding: Evidence from Pension Fund Investment Behavior. *Journal of Financial Services Research*, **43**, 99-126. <https://doi.org/10.1007/s10693-012-0155-x>
- [14] Hensel, C.R., Don Ezra, D. and Ilkiw, J.H. (1991) The Importance of the Asset Allocation Decision. *Financial Analysts Journal*, **47**, 65-72. <https://doi.org/10.2469/faj.v47.n4.65>
- [15] Blake, D., Lehmann, B.N. and Timmermann, A. (1999) Asset Allocation Dynamics and Pension Fund Performance. *Journal of Business*, **72**, 429-461. <https://doi.org/10.1086/209623>
- [16] 唐霁松. 加快推进养老保险基金的投资运营[J]. 中国人力资源社会保障, 2020(10): 22-24.
- [17] 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(4): 3-15.
- [18] 中国经济网. 人社部重磅调整! 3000 亿增量资金奔向股市! [EB/OL]. https://mp.weixin.qq.com/s?_biz=MzkwMjMwMTAwMw==&mid=2247726060&idx=2&sn=773957e5077331f743a0bbe1a54c011&source=41#wechat_redirect, 2020-12-31.