



VOICE OF AMAC

【2018】第 5 期 总第 87 期

中国证券投资基金业协会

2018 年 3 月 16 日

美国养老金体系及公募基金在其中发挥的作用

【编者按】公募基金在美国居民养老金投资中发挥着重要作用。美国投资公司协会(Investment Company Institute, ICI)历年出版的行业年报(Fact Book)中专辟一章介绍美国养老金市场。本文摘译了 ICI 2017 年度行业年报中关于美国养老金市场章节的主要内容,并结合中国实际,针对我国公募基金行业如何服务养老金提出几点思考。

一、美国的养老金体系

(一) 三支柱与五层次体系

传统观点认为美国养老金体系由社会保障、雇主发起式养老基金计划和个人养老金三个支柱组成。ICI 认为美国的养老金体系应进一步划分为五个层次:社会保障、自有住房、雇主发起式退休计划(Employer-sponsored Retirement Plans)¹、个人

¹ 私营部门及政府发起的雇主计划,包括固定待遇型退休计划和固定缴费型退休计划。

养老账户（IRAs）及其他资产。

1、社会保障（Social Security）

社会保障是美国养老金体系的重要基础，是居民退休收入的最大组成部分。对于低收入阶层的退休人员来说，社会保障待遇是最主要的收入来源²；对于高收入阶层的退休人员来说，社会保障待遇也是重要的收入来源³。社会保障的资金来源是居民工作期间所缴纳的工资税⁴。

2、自有住房（Homeownership）

对于多数临近退休的家庭来说，自有住房是仅次于社会保障的重要退休资源。自有住房的价值体现在退休后的家庭可以不用每月支付房租，免费住在自有住房中。

3、雇主发起式退休计划和个人养老账户

雇主发起式退休计划包括固定缴费型退休计划（Defined Contribution Retirement Plans, DC 计划）和固定待遇型退休计划（Defined Benefit Retirement Plans, DB 计划），与 IRAs 一起成为社会保障待遇的重要补充，是五层次体系中第三、四层次的退休收入来源。两个层次对退休前收入高、退休后社会保障替代率低的人群来说尤其重要。截止到 2013 年，81% 临近退休的家庭拥有至少一个雇主发起式退休计划或者个人养老账户。

4、其他资产（Other Assets）

其他资产分为金融类资产和非金融类资产两类。金融类资

² 据美国国会预算局（CBO）测算，1960 年代生人中收入最少的 20% 人群在 65 岁时，社会保障替代率平均可达 83%。

³ 据美国国会预算局测算，1960 年代生人中收入最高的 20% 人群在 65 岁时，社会保障替代率平均为 34%。

⁴ 缴纳社会保障的工资税税率为应税收入的 12.4%，其中雇主和雇员各支付 6.2%。

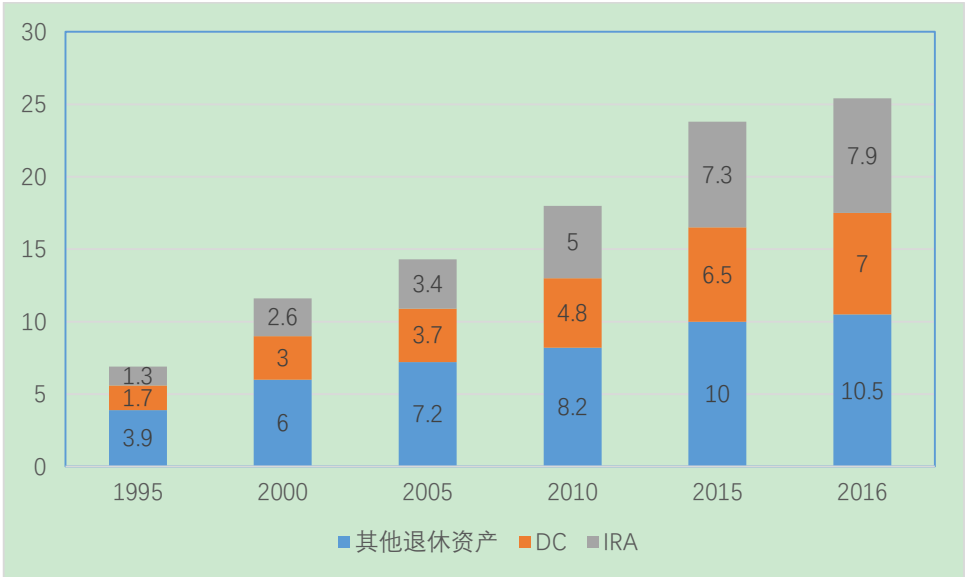
产包括：除雇主发起式退休计划和 IRAs 之外的银行存款、股票、债券和公募基金。非金融类资产包括：未上市公司股权、投资性地产、汽车、耐用消费品（如家具等）。高收入家庭通常会持有更多的其他资产。

（二）美国养老金市场概况

1、IRAs 和 DC 计划在美国养老金资产规模中占比最高

截至 2016 年底，美国养老金资产规模合计约 25.3 万亿美元，较 2015 年底的 23.9 万亿美元增长 6.1%。养老金资产的最大组成部分是 IRAs 和 DC 计划，资产规模分别为 7.9 万亿美元和 7.0 万亿美元。在 DB 计划中，私营部门、州和地方政府及联邦政府发起的 DB 计划资产规模分别为 2.9 万亿美元、3.9 万亿美元、1.6 万亿美元。

图1：美国退休金资产总规模（万亿美元）



注：1. 其他退休资产包括私营部门DB计划；联邦、州和地方政府DB计划；以及除IRAs、403(b)计划、457计划和个人退休基金持有的年金资产之外保险公司提供的固定年金储蓄和可变年金储蓄。

2. DC计划含私营雇主发起式计划（含401(k)）、403(b)计划、457计划和联邦雇员退休系统

(FERS) 储蓄计划 (TSP)。

3. IRAs包括传统IRAs、罗斯IRAs和雇主发起式IRAs(SEP IRAs、SAR-SEP IRAs和SIMPLE IRAs)。

资料来源：ICI，美联储、美国劳工部、全国政府固定缴费计划管理人协会、美国寿险协会、国税总局收入分配司税收服务统计和政府问责办公室。参见ICI发布的《美国退休市场（2016年4季度）》。

2、传统 DB 计划出现资金缺口，政府部门发起的 DB 计划资金缺口问题尤为严峻

传统 DB 计划通常根据雇员退休前的工资及工作年限来确定退休后所应支付的待遇水平，且待遇水平受法律保护。在实际领取中，一些 DB 计划没有足够的资金去覆盖所承诺支付的全部待遇水平，进而出现资金缺口。截止 2016 年末，DB 计划的资金缺口总额为 4.2 万亿美元。

政府部门发起的 DB 计划资金缺口问题尤为严峻。2016 年末，私营部门发起的 DB 计划资产规模为 2.9 万亿美元、资金缺口规模为 0.5 万亿美元；州和地方政府发起的 DB 计划资产规模为 3.9 万亿美元、资金缺口规模为 1.9 万亿美元；联邦政府发起的 DB 计划资产规模为 1.6 万亿美元、资金缺口规模为 1.8 万亿美元。

3、养老金的覆盖率高

2016 年中期，61%的美国家庭至少持有一个雇主发起式退休计划或 IRAs；55%的家庭持有雇主发起式退休计划；34%的家庭在 IRAs 账户中持有资产，28%的家庭同时持有 IRAs 和雇主发起式退休计划。

二、固定缴费型退休计划

DC计划通常为雇员设立一个养老金账户，由雇主或/和雇员定期向该账户进行缴款，再将缴款资金合理投资形成积累。过去三十年间，DC计划的资产规模增速超过其他类型的雇主发起

式退休计划，占雇主发起式退休计划资产总规模的比例由1985年的26%增加至2016年底的46%。截至2016年底，DC计划⁵的资产规模约为7.0万亿美元。其中，401(k)计划的资产规模高达4.8万亿美元，在雇主发起式退休计划资产规模中占比最高。

（一）雇主设计401(k)计划时可采用的三种鼓励措施

雇主是401(k)计划的发起人，在设计计划时可选择雇主匹配缴费、参与人贷款⁶和自动加入等三种措施中的一种或多种来鼓励员工参加计划，提升整体参与率。

2014年，一项针对大型401(k)计划的调查研究发现：雇主匹配缴费是最常见的鼓励措施。87%的计划中包含了不同形式的雇主匹配缴费方案⁷；超过75%的计划中有存续的贷款⁸；超过25%的计划设置了自动加入。此外，雇主通常会同时采用两种以上的鼓励措施来吸引员工参与，雇主匹配缴费与参与人贷款是使用率最高的鼓励措施组合。47%的大型401(k)计划同时拥有雇主匹配缴费及存续贷款；21%的大型401(k)计划同时具备三种激励措施；约24%的大型401(k)计划仅提供单一的鼓励措施；不到3%的计划没有使用任何鼓励措施。

（二）雇主在401(k)计划中提供多样的投资选项，但总体以权益型产品为主

在鼓励措施基础上，雇主还会为参与人提供一定数量的产品作为投资选项。2014年的调查发现，几乎所有的大型401(k)计

⁵ 包括 401(k) 计划、403(b) 计划、457 计划、联邦政府储蓄计划（TSP）、基欧计划及其他私营部门 DC 计划。

⁶ 如果雇主在设计 401(k) 时允许参与者贷款，那么雇员可在退休前从自己的 401(k) 中贷款，在一定时间内（通常是 5 年）归还本金和利息。如果雇员从现雇主单位离职，那么需要在离职后的很短一段时间内归还贷款。

⁷ 该调查样本包含了 50,115 个计划，规模总计 3.7 万亿美元。统计结果中没有包括 403(b) 计划、以及 401(k) 计划中少于 100 个参与人或者计划规模小于 100 万美元的。

⁸ 通过获取计划的贷款使用情况，即是否有存续的贷款，来确定计划是否有设置参与人贷款这一鼓励措施。

划均提供了境内股票基金、国际股票基金和境内债券基金等三种投资选择，平均每个计划会提供10只境内股票基金、3只国际股票基金和4只境内债券基金；目标日期基金（Target Date Funds）是常见的投资选择，大约75%的大型401(k)计划包含了目标日期基金，平均每个计划提供9只目标日期基金；近50%的大型401(k)计划会提供1只货币市场基金；70%的计划会提供一份投资保证合同（Guaranteed Investment Contract, GIC）⁹。总体来说，平均每个大型401(k)计划会提供28个产品供参与人选择。

（三）资产配置：401(k)计划参与人倾向持有权益类资产

401(k)计划提供的退休收入在一定程度上取决于参与人的资产配置决策。平均而言，参与人更倾向于持有权益类资产，且年轻参与人在其投资组合中配置更多权益资产¹⁰。根据投资公司协会和职工福利研究院（Employee Benefit Research Institute, EBRI）的研究结论，截至2014年底，20-29岁间个人的401(k)计划资产中，投资于权益资产的比例约为78%；60-69岁间个人的401(k)计划资产中，投资于权益资产的比例约为56%。

三、个人退休账户

个人退休账户有三种类型，分别是传统IRAs（Traditional IRAs）、罗斯IRAs（Roth IRAs）和雇主发起式IRAs（Employer-sponsored IRAs）。传统IRAs最早推出，根据1974年《雇员退休收入保障法案》（Employee Retirement Income Security Act

⁹ 投资保证合同（GIC）是由寿险公司出售的金融工具。合同规定，在未来指定日期一次性向合同持有者支付规定数额的现金；同时保证实现规定的投资回报率。

¹⁰ 具体包括：股票基金及其他集合型股票投资产品，平衡型基金及目标日期基金中的股票投资部分及其雇主公司的股票。

of 1974, ERISA) 设立。传统IRAs为所有工作人群提供了一种通过缴费来为退休后生活进行储蓄的工具；同时，IRAs可通过滚存（Rollovers）的方式为换工作的雇员留存其在雇主发起式退休计划中享受到的税收优惠，使原计划中的资产可以继续增值保值。罗斯IRAs于1998年推出，根据1997年《纳税人减税法》（Taxpayer Relief Act of 1997）设立。罗斯IRAs提供了一种在缴费时使用税后收入、在一定条件下领取时免税的退休储蓄工具。此外，政策制定者还推出了雇主发起式IRAs¹¹，通过简化税收优惠规则以鼓励中小企业雇主为雇员提供退休计划。

（一）IRAs 账户的投资者：约 1/3 美国家庭持有 IRAs 账户

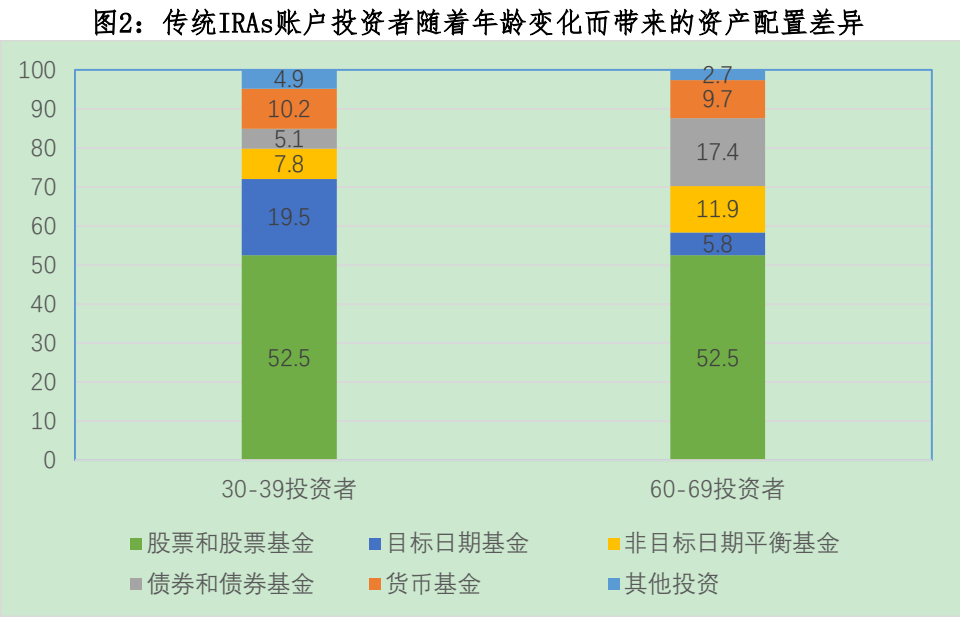
截至2016年中期，约有三分之一的美国家庭持有至少一种类型的IRAs账户。其中，传统IRAs账户是最常见的类型，有3200万户美国家庭持有该类账户；2200万户美国家庭持有罗斯IRAs账户；超过700万美国家庭持有雇主发起式IRAs。

（二）资产配置：IRAs投资者持有股票和股票型基金的比例较高

根据个人养老金投资者数据库（IRA Investor Database）2014年研究显示，年轻的IRAs投资者持有更多的股票、股票型基金和目标日期基金；年长的IRAs投资者持有股票、股票型基金和非目标日期型平衡基金、固定收益品种的比例更高一些，两个年龄段的传统IRAs投资者持有股票和股票型基金的比例均超过50%。平均来看，30-39岁的传统IRAs投资者将53%的资产投资于股票或股票型基金，20%的资产投资于目标日期型基金。60-69岁

¹¹ 雇主发起式 IRAs 包括 SEP IRAs, SAR-SEP IRAs, 和 SIMPLE IRAs。

的传统IRAs投资者持有以上两类资产的比重则分别为53%和6%，而39%的资产投资于债券和债券基金、非目标日期型平衡基金及货币市场基金。



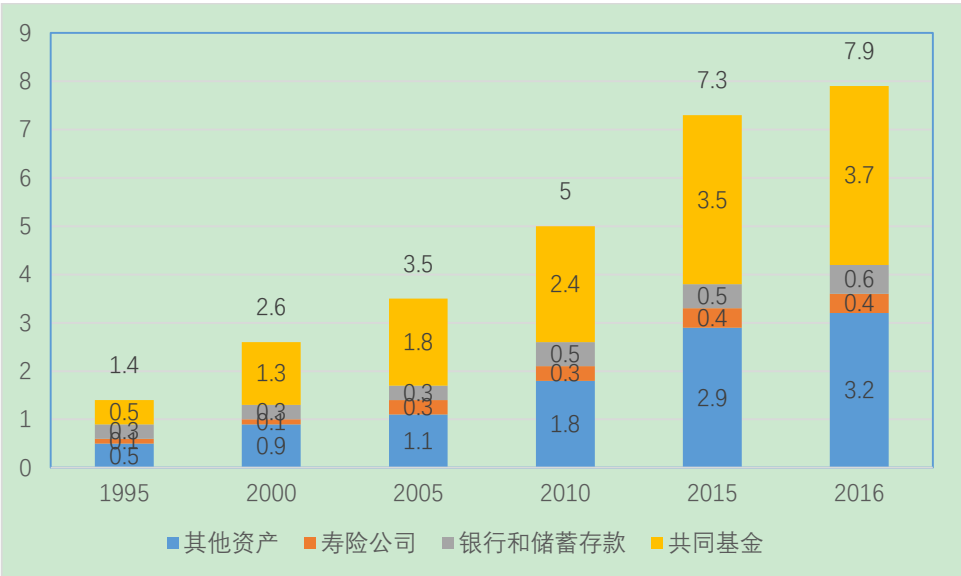
相比于传统IRAs投资者，罗斯IRAs参与人比传统IRAs参与人持有更高比例的股票或股票型基金。30-39岁的罗斯IRAs投资者和60-69岁的罗斯IRAs投资者在其账户中分别持有63%和64%的股票或股票型基金。

四、公募基金在美国养老金市场中的作用

公募基金在雇主发起式DC计划和IRAs中发挥了重要作用。截止2016年底，DC计划和IRAs合计持有7.6万亿美元公募基金，在美国养老金市场中占比达30%。DC计划与IRAs账户中分别持有公募基金的比例为55%和47%。其中，DC计划中持有的公募基金资产为3.9万亿美元，IRAs账户中持有的公募基金资产为3.7万亿美元。在DC计划中，401(k)计划持有的公募基金规模最大，达到3.0万亿美元。

DC计划和IRAs等长期资金在公募基金中，尤其是长期公募基金中占比较高。截至2016年底，DC计划和IRAs合计持有的公募基金规模占所有公募基金资产总额的46%。DC计划和IRAs计划合计持有53%的股票基金、平衡基金和债券基金。IRAs资产中约47%投向开放式公募基金，占比最大，达3.7万亿美元。（参见图3）

图3：个人退休金账户的资产规模（万亿美元）



1. 其他资产包括股票、债券、封闭式基金、ETF及通过经纪账户和信托账户持有的其他资产；
 2. 寿险公司IRAs资产为IRAs账户中持有的年金，不包括IRAs资产中的可变年金型公募基金（annuity mutual fund），该部分数据归入公募基金；
 3. 银行和储蓄存款包括基欧（Keogh）存款；
 注：由于数据取整的原因，各部分的数据加总后可能不等于100%。
 数据来源：投资公司协会、美联储、美国寿险协会、国税总局收入分配司税收服务统计和政府问责办公室。参见投资公司协会《美国养老金市场（2016年4季度）》一文。

DC计划和IRAs账户投资者倾向于持有股票类资产。DC计划和IRAs账户投资公募基金中，国内或全球股票基金占比57%，平衡型基金占比24%，债券基金占比14%，货币市场基金占比仅为5%。

五、目标日期和目标风险基金

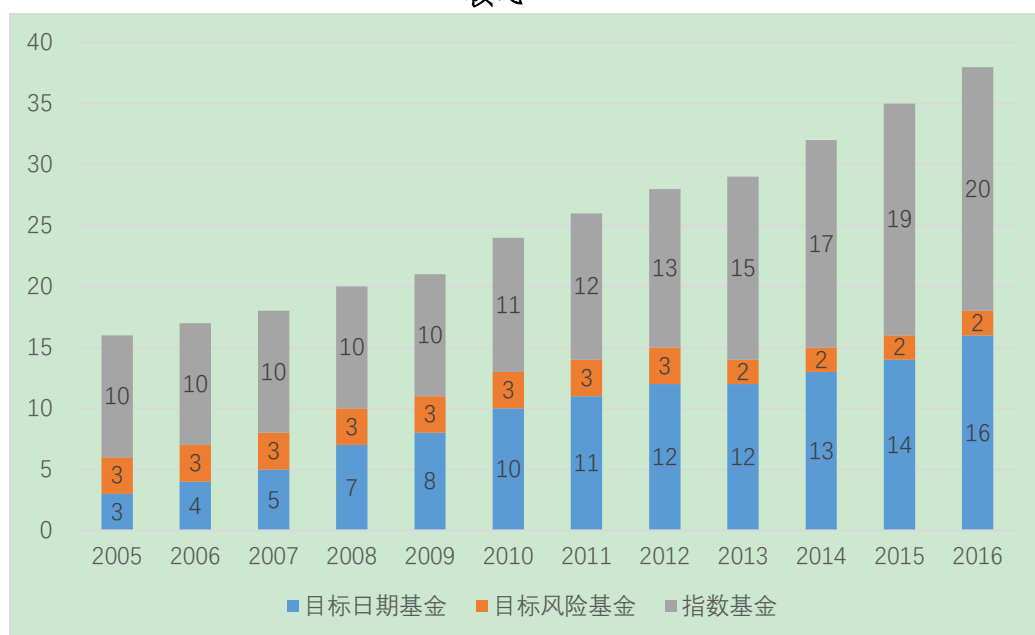
目标日期基金和目标风险基金通常被归入混合基金，是过

去10年来最受投资者和退休计划发起人欢迎的产品。目标日期基金是以某个特定的目标退休日期为基础，按照预先设定的、随时间变动的动态资产配置方案构建投资组合。目标日期基金通常在其运作时段接近或超过预先设定的目标日期时，对投资组合进行再平衡，逐渐降低对组合资产增长的追求、转而聚焦于能产生稳定现金流的配置。目标风险基金通常在运作中维持预先设定好的风险等级，并在其名称中使用“保守型”、“稳健型”、“进取型”等字眼表明该基金所对应的风险水平。截至2016年底，目标日期基金的资产规模为8870万美元，目标风险基金的资产规模为3720万美元。

目标日期基金、目标风险基金和指数基金已经成为DC计划配置公募基金的重要组成部分。截至2016年底，目标日期基金、目标风险基金和指数基金在DC计划所持有的公募基金中占比从2005年的15%增加至2016年的37%。目标日期基金在DC计划所持有的公募基金中占比从2005年的13%增加至2016年的16%。

图4：目标日期基金、目标风险基金和指数基金已成为DC计划所持公募基金的

核心



注：由于取整的原因，各部分数据的结果之和可能与总数不一致。

数据来源：ICI《美国养老金市场（2016年4季度）》。

六、关于公募基金服务养老金的几点思考

（一）完善中国养老金保障体系

三支柱模式已经成为国际养老金发展的共同趋势。第一支柱是政府强制建立的社会保障计划；第二支柱是由雇主发起建立的企（职）业养老金计划；第三支柱是政府提供激励政策引导个人自愿参加的个人养老金计划。美国是养老金发展最为成熟的国家，养老金资产规模占GDP比例平均在140%以上，而我国养老金资产规模不足GDP比重的5%，亟待完善。

（二）推动公募基金行业在养老金融发展的作用

公募基金行业是服务大众理财的中坚力量，在满足财富管理需求、促进多层次资本市场建设、助推国民经济发展等方面承担着重要使命。公募基金成立二十年来，专业投资能力受到投资者青睐，呈现稳定健康发展的良好态势。截止2017年年底，偏股型基金年化收益率16.5%，债券型基金年化收益率10.5%，历

史分红合计1.7万亿元。由于个人养老账户资金长期存续，通过公募基金等合理方式进行保值增值，既是应对通货膨胀的要求，也是实现资产增值的需求。

1、大力推动养老型FOF发展

FOF基金的投资管理理念符合养老型产品追求资产长期稳健增值、注重控制组合波动风险的鲜明特征。纵观海外成熟市场经验，FOF基金是养老型产品的主要形式。因此，积极推动养老型FOF产品发展，特别是能够满足投资者需求、跨经济周期且重视风险管理的目标日期FOF、目标风险FOF等基金，具有重大意义。

2、重视权益资产的作用

养老基金的核心是帮助投资者实现资产的长期保值增值。国内外养老金投资经验都已表明，权益类投资品种可以较好地帮助投资者获得长期的、良好的、风险相对可控的投资收益。

3、丰富养老型产品投资类别

多元化资产配置愈发受到全球养老基金市场的广泛认可，丰富的资产类别是有效实现多元化配置的前提。作为一种独立的资产类别，商品的风险收益有别于股票、债券等品种，并且与传统资产间的相关性较低，在资产配置中能形成互补与轮动。在养老型产品投资范畴中加入商品基金等品种，将为投资管理提供更为多样化策略，从而更好地为养老基金持有人提供优质服务。

4、支持养老型产品海外配置

国际经验表明，近年来各国加大海外资产投资的趋势越来

越明显。全球化的资产配置有助于养老型基金立足全球化视角、有效分散投资组合风险。结合我国现状，在保证投资安全性的前提下，支持养老型产品通过互认基金、特殊QDII途径等方式进行积极主动的海外资产配置，可有效促使养老金保持可持续、长期的增值机会。

（三）设计简单易行的实施方案

推动投资者自动加入个人养老金账户计划，将目标风险基金、目标日期基金以及低风险基金（持有期不超过 120 天）作为默认基金进行推广。以美国为例，2006 年 QDIA 法案提出默认基金、自动加入计划、自动提升比例的作法解决了投资者选择难、参与意愿低的问题，带来了养老金规模的迅速增长，整体规模增长了 4.4 万亿美元。

（四）培育投资顾问机构

专业投资顾问机构可以为不具备专业投资能力的个人提供专门指导。根据 2016 年年中统计，美国家庭中的 80%通过专业投资机构（包括注册投资顾问、全服务经纪人、独立财务规划师、银行和储蓄机构代表、保险代理人以及会计师）购买基金。结合我国实际，建议基金销售从经纪服务模式向客户需求服务模式转变，引进更多专业化的独立投资顾问公司、金融产品专业销售公司进入金融服务体系，实现服务主体的多元化，引导“卖方代理”向“买方代理”转变，推动独立投资顾问公司在国内的设立与业务发展。

（五）加强投资者教育

结合我国个人所得税分项税制的特点，建议投资者教育与

企业内部培训相结，提供定制化的教育，运用简单易用的教育工具。在教育内容方面，要明确内容划分，引导人们树立资产配置的概念，明确不同产品与资产配置的结合，区分银行理财、保险、基金满足投资者长期养老金管理的不同需求。

（本文由汇添富基金资深产品专家李宏纲撰写，中国证券投资基金业协会理财及服务机构部陈浩、靳珂语审订）