

工作论文

SSL Working Paper Series

WP No. 048-20180108

中国社科院世界社保研究中心 主办



这期刊发的《工作论文》是由刘桂莲撰写的《〈2006 年养老金保护法案〉后美国 401(k) 计划持续创新与发展前沿》。如引用，请注明出处并征得本实验室（世界社保研究中心）或作者本人取得联系——编者的话

《2006 年养老金保护法案》后美国 401(k) 计划持续创新与发展前沿

刘桂莲

中国社科院世界社保研究中心执行研究员

Email: guilian_lotus@163.com

【内容提要】：美国 401(k) 计划发展至今已有 30 多年的历史，其制度设计和监管环境日臻成熟。《2006 年养老金保护法案》为 401(k) 计划发展注入新的活力，本文从新近改革内容、投资运营和改革效果评估等方面展开详细分析，结果显示自动加入机制和合格默认投资选择工具的应用对提高计划参与率和分散投资风险起到积极促进作用，并在此基础上总结了三点发展经验：一是税优政策是 401(k) 计划发展的重要刺激手段；二是自动加入机制和合格默认投资选择的制度创新是促进计划发展的源动力；三是坚持市场化运作和完善监管体系是制度有序发展的重要保证。

【关键词】：401(k) 计划；《2006 年养老金保护法案》；自动加入机制；合格

默认投资选择工具

一、401(k)计划概述

401(k)计划的前身可追溯到19世纪50年代的延期支付现金计划(Cash of Deferred Arrangements, 简称CODA), 其真正开始源于美国1978年修订的《税收法案》第401(k)条款, 规定DC养老金计划享受延期税收优惠。很多企业根据该条款建立了新的职业养老金计划, 称之为401(k)计划。401(k)计划基于自愿原则, 由雇主发起设立, 允许雇员根据收入的一定比例进行缴费, 雇主实行匹配缴费, 缴费额全部纳入雇员个人账户中, 实行市场化运营, 未来养老金待遇水平主要取决于账户资产规模和投资收益。同时, 为鼓励雇员储蓄, 于2001年提出建立罗斯401(k)计划(2006年1月1日正式生效), 允许雇员将其税后收入的一部分缴费进罗斯401(k)账户, 投资收益和待遇领取时均将免税, 只要雇员账户持有满5年且达到59.5岁即领取待遇。历经30多年的发展, 401(k)计划在DC养老金计划中逐渐占据支配地位, 其占DC计划的比例从1984年的3.96%上升到2013年的82.74%¹, 计划参与人数和资产规模持续扩大, 截至到2016年3月, 计划资产规模高达4.8万亿美元, 占到全部退休资产的比例为19%²。401(k)计划诞生和发展顺应了美国劳动力市场变化和经济结构调整的大趋势, 扩大了美国退休储蓄计划的覆盖面, 有效降低了政府养老负担和推动美国资本市场的完善, 进而提升退休者的保障水平和美国经济竞争力。

二、《2006年养老金保护法案》后401(k)计划新发展

20世纪90年代中后期开始, 美国国会和国税局一直致力于改善401(k)计划的法律监管环境。进入21世纪, 美国私人养老金计划在实际运行中暴露出新问题, 发展缓慢, 为刺激这一行业的新发展, 2006年8月17日, 美国布什总统正式签署了《养老金保护法案》(Pension Protection Act, 简称PPA), 该法是继1974年《雇员退休收入保障法》和1986年《税收法》这两部监管法案后, 对私人养老金制度再次进行的重大修改。虽然大部分法案主要讨论改革DB养老金计划的融资规则, 但其中近三分之一的条款主要针对如何改善DC养老金计划, 具

¹ US Department of Labor, Private Pension Plan Bulletin Historical Tables and Graphs 1975-2013, 2013:p.1

² ICI, 401(K) Resource Center, Website: <https://www.ici.org/401k>.

体内容包括推行自动加入机制和相关“安全港”保护措施，旨在提高中低收入劳动者的储蓄水平和有效解决中小企业雇主提供 401(k) 计划占比低等问题，具体的改革内容如下：

(一) 持续加大税收优惠激励的力度

《2006 年养老金保护法案》再一次明确规定了缴费上限额：一是继续提高 401(k) 计划的缴费上限总额，每年根据生活成本指数进行调整。2016 年雇主和雇员总缴费额不超过 5.3 万美元；二是 50 岁及以上劳动者继续实行追加缴费制度，雇员追加缴费额每年根据生活成本指数进行调整。

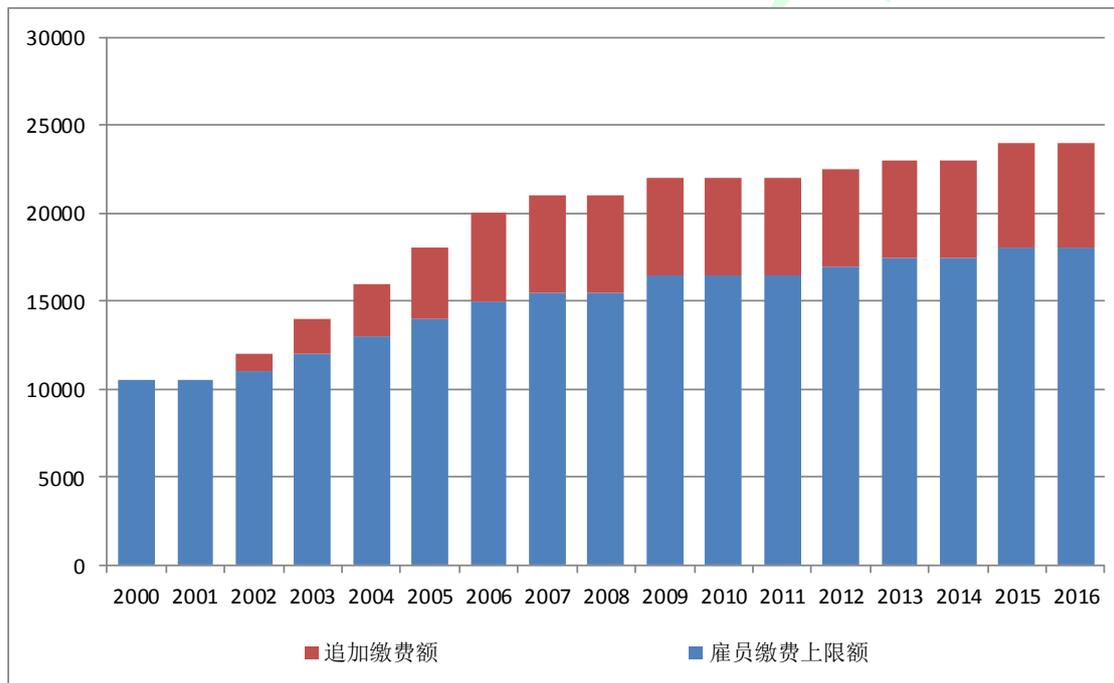


图 1 401(k) 计划中雇员缴费上限额和追加缴费额的具体规定 单位：美元

资料来源：Barry R. Millberg, Pension Protection Act of 2006: Retirement and Estate Planning Opportunities, Journal of Financial Service Professionals, March 2008:p.55.2010 年以来的数据来源于：John Hancock, 401(k) Plans, available at website: http://www.johnhancock.com/products/401k.html?EngineId=bing&l=PPC:gsn:401k_401k。

(二) 自动加入原则运用及保护条款

尽管部分计划发起人很早在 401(k) 计划中探索引入自动加入，但由于他们担心自动加入可能导致计划不符合规定，失去享受税收优惠的资格，最终基本放弃。1998 年国税局税收规则 98-30 规定允许 401(k) 计划对新加入雇员实行自动加入且不会因此失去税优资格。2002 年美国国税局重新规定，将自动加入机制适用于已经加入计划的雇员。虽然政策上允许实行自动加入，但具体政策执行过程中遇到诸多法律上的障碍：一是美国很多州劳动法明确规定，在未经雇员书面

同意的前提下，禁止雇主自动扣减雇员工资；二是如果雇主为自动加入雇员作出投资决定，当遭遇投资损失时需要承担受托责任，为此，计划受托人大多选择保守型投资策略，将资金投向稳定价值基金和货币市场基金，该时期自动加入政策缺乏生存土壤。

为扫除这一障碍，《2006 年养老金保护法案》明确提出，鼓励雇主对新雇员和已加入计划的合格雇员¹实行自动加入，并提供一些保护措施，其最主要的变化在于：法案第 902（f）条对《雇员退休收入保障法》新增第 514（e）条款，围绕州工资扣发相关法律（State Wage Garnishment laws）进行详细阐述，规定雇主无需雇员的书面同意，即可从雇员工资收入中自动扣减缴费，从而减少了雇主实行自动加入机制的阻力，该条例取代各州禁止或是限制自动加入安排的法规²。同时，赋予劳工部一定权限，要求设定自动加入原则的最低标准，要求雇主提前告知雇员，雇员需在 90 天内自主决定是否退出计划。

（三）默认缴费率自动增加机制的运用

《2006 年养老金保护法案》为自动加入安排提供了新的“安全港”保护措施。改革以前设定的默认缴费率为 3%，考虑到雇员出于惰性或是习惯，很少主动改变预先选定的默认缴费率出现储蓄不足的问题。2006 年 PPA 设计“合格自动缴费安排”，实行默认缴费率的自动增加，规定从 2008 年 1 月 1 日起，自动加入雇员第一年默认缴费率为 3%，第二年为 4%，第三年为 5%，第四年及以后年份增加到 6%（雇员最高默认缴费率不超过个人工资的 10%）。此外，要求雇主适当匹配缴费，当雇员默认缴费率为 6% 时，雇主最大匹配缴费率应为 3.5%。从 2008 年开始，如果雇主使用合格自动缴费安排将自动符合国税法提出的非歧视原则，即雇主无需每年参加测试以证明计划符合非歧视原则³。法案对计划运行成本、雇主受托责任和税收激励政策的新规定极大地提高了雇主实行自动加入的意愿。

（四）计划投资管理工具和受托人责任的新变革

401(k) 计划下雇员有权利选择和更改投资组合。2006 年法案规定，计划发起人应该为雇员设定默认投资组合工具，如果雇员对账户资产未明确做出投资决定时，其资产将投资于合格默认投资选择，它的运用可以看成是 401(k) 计划投

¹ 注：合格雇员须满足两个条件：一是雇员年满 21 周岁；二是企业工作满 1 年。

² Bradford Huss and Amy A.Durgan, The Pension Protection Act and Fiduciary Aspects of Automatic Enrollment in 401(K) Plan, Journal of Pension Benefits, 2008:pp.5-6.

³ Paatrick Purcell, Automatic Enrollment in 401(K) Plans, CRS Report for Congress, May 2006:pp.1-5.

资管理变革工具的新突破。同时，法案还规定当资产投资于默认投资组合而遭受损失时，计划发起人可免除受托责任。2007年10月，美国劳工部公布合格默认投资选择（Qualified Default Investment Alternatives, 简称 QDIA）的清单，包括生命周期基金、平衡基金、管理型账户（managed accounts）等，默认投资组合中的投资工具被分散于不同的资产类别，寻求资产和收益的适当均衡。此外，为加强对参与者的投资教育，要求雇主定期为雇员提供投资建议咨询服务和待遇对账单¹。

三、401(k) 计划实际运行效果与局限性

2006 年以前，401(k) 计划投资不当使得退休保障不足现象突出：资产全部投资于股票等高风险资产，或是将资产全部投资于低风险稳定价值基金等现象并存，而且雇员将其资产的相当一部分投资于本公司的股票，这样导致风险高度集中，因此，如何扩大计划参与率和实现多样化投资成为改革关注的焦点。《2006 年养老金保护法案》颁布至今已有十年有余，新措施的实际运行效果已初步显现。

（一）401(k) 计划资产规模和参与人数稳步增长

401(k) 计划发展至今成为美国中产阶级劳动者重要的退休收入来源。401(k) 计划数量已经从建立初期的 1.73 万个上升到 2013 年的 52.7 万个，计划积极参与者从 1984 年的 752.6 万人上升到 1993 年的 2001.5 万人，之后逐渐上升到 2013 年的 6449.5 万人，年均增长率为 8.07%（见图 2）。参与者的不断增加使得计划缴费额持续增长，总缴费额已经从 1984 年的 162.91 亿美元上升到 1996 年的 1039.73 亿美元，随后上升到 2013 年的 3278.86 亿美元²。

¹ Pozek Adam C., The Pension Protection Act of 2006: It isn't Just for Actuaries, Journal of Financial Service Professionals, May 2007:p.36.

² US Department of Labor, Private Pension Plan Bulletin Historical Tables and Graphs 1975-2013, 2013: p.25.

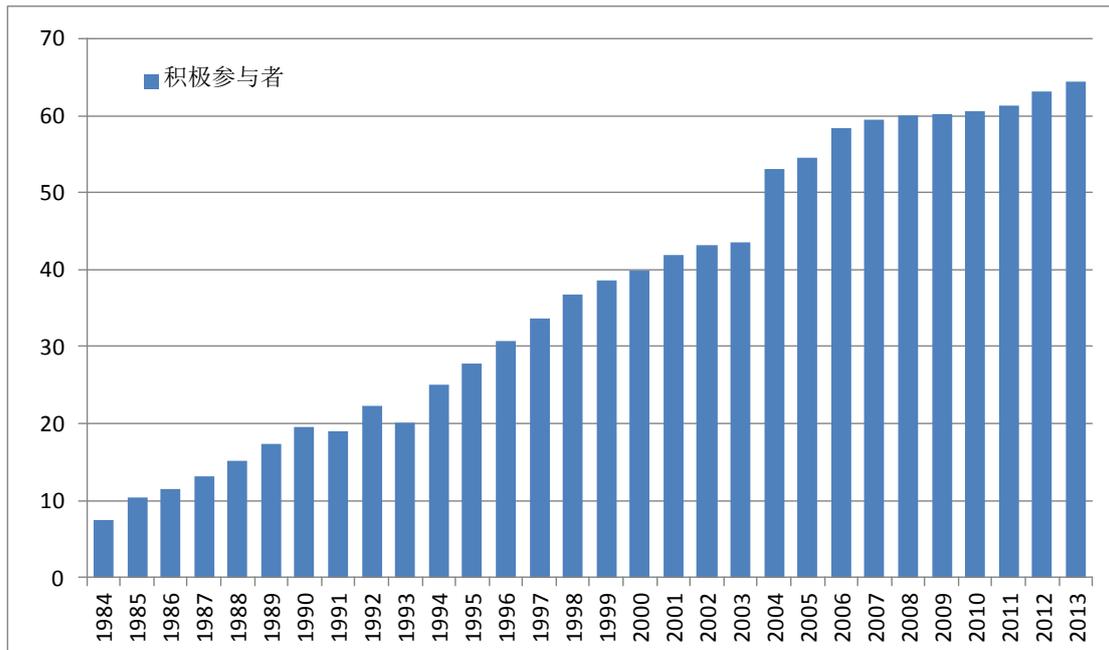


图 2 1984-2013 年 401(k)计划积极参与者人数变化 单位: 百万人

资料来源: US Department of Labor, Private Pension Plan Bulletin Historical Tables and Graphs 1975-2013, 2013: p.25.

参与者人数和总缴费额的增加使得 401(k) 账户资产规模持续扩大, 除了 2001-2003 年因美国互联网经济泡沫危机和 2008 年金融危机的影响导致资产规模出现阶段性暂时下降外, 其他年份账户资产规模呈稳步上升趋势: 从 1984 年的 917.54 亿美元上升到 1996 年的 1.09 万亿美元, 金融危机后资产规模逐渐上升到 2016 年 3 月底的 4.8 万亿美元¹。平均而言, 2005 年至 2014 年期间 401(k) 计划资产规模年均增长率接近 9%。

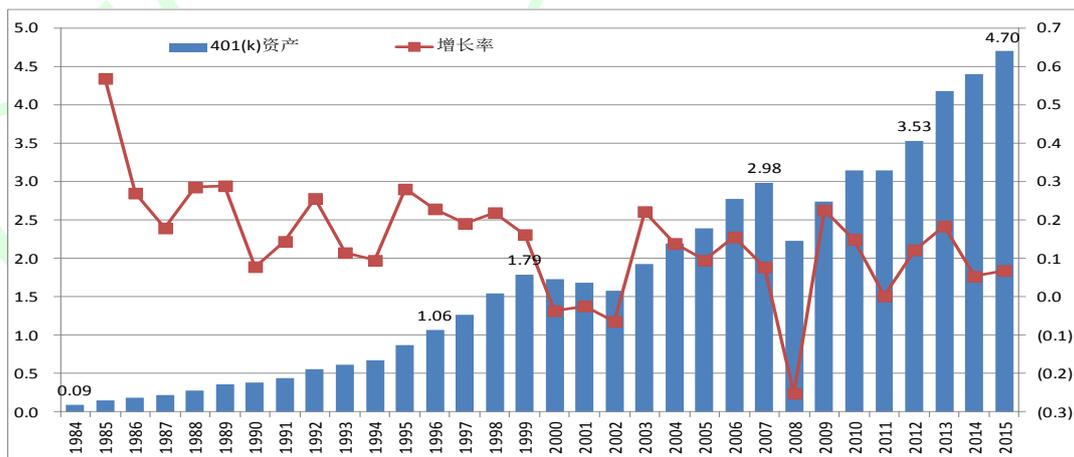


图 3 1984-2015 年 401(k)计划资产规模和增长率变化情况 单位: 万亿美元, %

资料来源: US Department of Labor, Private Pension Plan Bulletin Historical Tables and Graphs

¹ Jack VanDerhei, Sarah Holden, Luis Alonso, and Steven Bass. "401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2014." EBRI Issue Brief, no. 423, and ICI Research Perspective, Vol. 22, no. 2 (April 2016): p.7

1975-2013,2013:p.25.2014-2015 年数据来源于:ICI, The BrightScope/ICI Defined Contribution Plan Profile: A Close Look at 401(k) Plans 2013, December 2015:p.10.

(二) 自动加入机制运用对 401(k) 计划的影响分析

虽然 401(k) 计划因其更加自动化和操作更为简单广受雇主的欢迎，但如何扩大雇员参与率一直是政策制定者关心的问题。《2006 年养老金保护法案》在扫清实行自动加入法律障碍的基础上，建立合格自动缴费安排，实现默认缴费率的自动增加。理论上讲，自动加入机制的运用会对计划参与率和雇员的储蓄率水平产生影响。

1. 自动加入机制提升 401(k) 计划参与率

自动加入机制反映行为经济学在 401(k) 计划中的实际运用，自动加入机制能够通过提高雇主和雇员的积极性增加计划参与率：一方面雇主愿意实行自动加入，不仅较容易通过国税局制定的非歧视测试，享受税收优惠政策，而且雇员的大量加入可以形成资金的规模效应，降低运营成本；另一方面，实行自动加入降低了雇员做出决定的复杂性，雇员只要未明确选择自动退出，将自动纳入计划，并按照初始默认缴费率缴费和默认投资组合投资。实际运行结果显示，实行自动加入计划占 401(k) 计划的比例已经从 2002 年的 7.4% 上升到 2006 年的 24%，2007 年该比例迅速上升到 36%，之后稳步上升到 2015 年的 61.7%¹。自动加入使得 401(k) 计划雇员参与率从 2007 年的 72% 上升到 2012 年的 92%²，尤其有效提高低收入者和年轻劳动者的参与率，研究表明，实行自动加入后，20-29 岁年龄段的劳动者参与率从之前的 33% 上升到 81%，两者相差 48 个百分点³。

¹ SM Geller, 401(K) Plan Design Trends and Insights, The CPA Journal, 2016.

² Melissa A. Winn, 401(k) plan providers continue to innovate: New Features, Retirement Statements aim to Spur Savings among Reluctant Investors, Employee Benefit News: Retirement Planning, May 2014.

³ Steyer Robert, Design Features Paying Off with Young Workers, Pensions & Investments, 2015, Vol.43 Issue 23, p0002.1p.

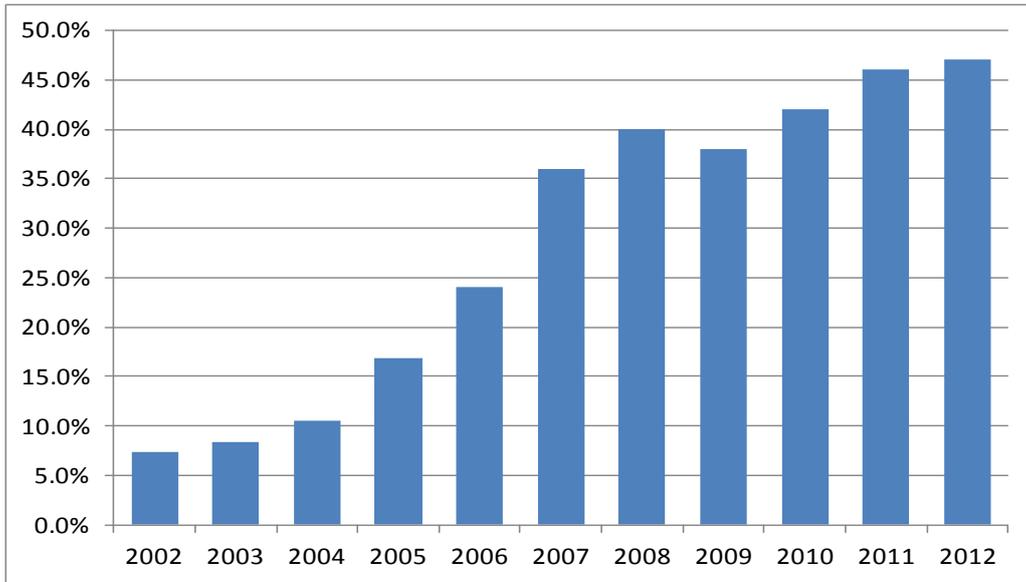


图 4 2002-2012 年实行自动加入计划占 401(k)计划的比例

资料来源：2002-2007 年数据来源于：Alicia H. Munnell, Francesca Golub-Sass and Dan Muldoon, an Update on 401(k) Plans: Insights from the 2007 SCF, Center for Retirement Research at Boston College. March 2009:p.3.; 2008-2012 年数据来源于：Alicia H. Munnell, 401(k)/IRA Holdings in 2013: An Update from the SCF, Center for Retirement Research at Boston College .Sep 2014:p.4.

2. 合格自动缴费安排设计对储蓄率水平的积极影响

《2006 年养老金保护法案》为符合一定标准的自动加入计划建立新的安全港措施：一是从 2008 年开始实行分阶段提高默认缴费率；二是雇主实行匹配缴费，最高为 3.5%。

(1) 默认缴费率自动增加的安排提高储蓄率水平

默认缴费率和投资收益如何对退休者待遇水平的影响至关重要。其他条件不变的情况下，初始默认缴费率越高，退休资产积累越多。同时，资产组合实行多样化投资，将有利于风险分散，获得的投资收益越高，退休后的生活将越有保障。2006 年改革之前，雇员几乎很少改变初始默认缴费率和资产配置，80%以上雇员一直按照 3%的默认缴费率进行缴费¹。虽然自动加入事实上增加了计划参与率，但较低的初始默认缴费率将会误导雇员，使其认为较低的缴费率即可满足退休需要，待其意识到储蓄不足时，为时已晚。

自动增加缴费率的安排在实际运行中初显成效，虽然近 60%的计划初始默认缴费率仍设定为 3%，但是初始默认缴费率设定在 5%及以上的计划占比已经从 2004 年的 6.3%上升到 2012 年的 12%，越来越多参加自动加入计划的雇员其储蓄

¹ April K. Caudill, JD, CLU, ChFC. Automatic-Enrollment Plans: Innovations and Solutions, Journal of Financial Service Professionals, November 2008: p.30.

率水平不断提高。

表 1 2004 年和 2012 年设定不同初始默认缴费率的计划占比情况

年份	1%	2%	3%	4%	5%及以上
2004	3.8%	21.5%	58.2%	3.8%	6.3%
2012	4%	14%	59%	11%	12%

资料来源: Benefits Magazine, Quick Look 401(k) Plans, Mar 2015, Vol.52 Issue 3:p.11.1p.

(2) 雇主匹配缴费影响储蓄率水平

雇主设立 401(k) 计划的主要目的包括: 一是鼓励雇员储蓄; 二是吸引和留住人才; 三是更好地满足国税局的非歧视原则, 为此, 绝大部分雇主对雇员缴费进行配比, 通常配比缴费分为两种类型: 一是对所有雇员实行统一的匹配缴费率, 并设定最高匹配率; 二是任意性匹配, 即选择性匹配, 雇主根据雇员不同的缴费上限使用不同的匹配缴费率, 部分计划下雇主将根据雇员缴费年限设定匹配缴费率。

根据美国劳工部估计, 自动加入机制的运用将使 401(k) 计划资产到 2034 年增加 700—1340 亿美元¹。美国投资公司协会的年度报告显示, 2006—2013 年 401(k) 计划中雇主实行匹配缴费的比例基本稳定在 75% 左右。2013 年, 88% 的计划参与者享有雇主匹配缴费²。雇员缴费额已经从 2008 年的 1880 亿美元上升到 2014 年的 2340 亿美元, 其占当期总缴费额的比重从 2008 年的 65.73% 上升到 2009 年的 67.05%, 之后年份基本维持在 67% 左右。

图 5 显示雇主缴费额呈现先下降后小幅上升的发展趋势, 2006—2008 年, 雇主匹配缴费额从 790 亿美元上升到 980 亿美元, 2008 年合格自动缴费安排正式运用后, 雇主缴费额逐渐下降到 2010 年的 890 亿美元, 之后稳定上升到 2014 年的 1150 亿美元, 其占总缴费额的比例基本维持在 33% 左右。实际上, 其他条件不变情况下, 自动加入的运用将增加计划参与率, 从而增加雇主提供匹配缴费的成本, 提供自动加入的雇主将会考虑降低匹配率以保持 401(k) 计划成本不上升。因此, 自动加入机制的运用对雇主匹配率的影响尚无定论。

¹ Pamela Perun, Storm Clouds Ahead for 401(k) Plans? The Retirement Policy Program, July 2008:p.2.

² ICI, The BrightScope/ICI Defined Contribution Plan Profile: A Close Look at 401(k) Plans 2013, December 2015:p.19.

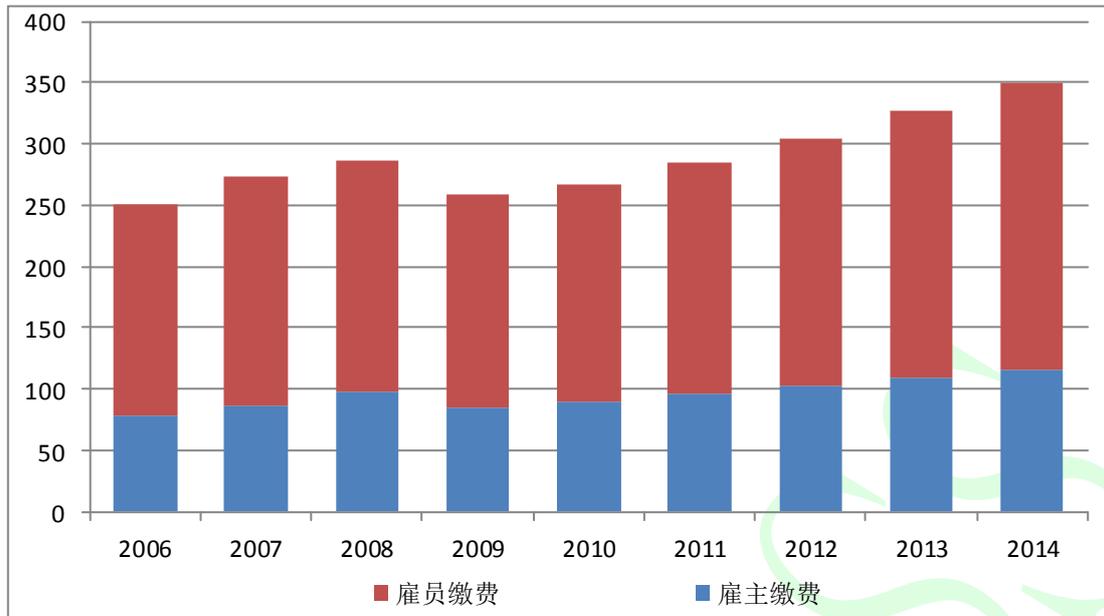


图 5 2006-2014 年雇主和雇员缴费额变化情况 单位: 10 亿美元

资料来源: ICI, The BrightScope/ICI Defined Contribution Plan Profile: A Close Look at 401(k) Plans 2014, December 2016:p.21.

(三) 合格默认投资选择工具对 401(k) 计划的影响

PPA 是 401(k) 计划投资管理工具变革的新突破。从行为经济学上看, 参与者因缺乏金融知识、非理性因素或个人惰性等原因很难做出适当的投资决定。2006 年以前, 虽然计划发起人提供例如管理型账户、在线咨询和在线投资帮助等服务和对参与者进行金融知识教育, 但大部分参与者仍不愿意花时间或是缺乏经验管理他们的退休资产, 他们大多依赖雇主选择的投资工具, 而雇主为避免承担投资失败的风险, 通常选择保守型投资策略。实际运行中雇员投资决策很糟糕: 一是 401(k) 计划参与者资产配置比较单一, 100% 投资于股票或 100% 投资于固定收益类产品的现象并存。根据美国 SCF2007 调查发现, 绝大多数 401(k) 计划参与者并未实行多样化投资, 14% 参与者没有拥有任何股票, 另外 28% 参与者将其账户资产全部持有股票, 仅 58% 参与者同时持有股票和债券¹; 二是未实现生命周期内适时调整资产配置。通常情况下, 出于风险规避的考虑, 老年人持有股票比例要低于年轻人, 但实际运行并非如此, 计划参与者很少主动调整资产配置。

2006 年法案设立了包含生命周期基金产品在内的合格默认投资组合, 实现风险和收益的适当平衡。生命周期基金以未来某一设定的目标日期为标准适时调整资产配置, 投资组合中股票配置比例随着目标日期的临近减少, 固定收益类产

¹ Alicia H. Munnell, Francesca Golub-Sass and Dan Muldoon, An Update on 401(k) Plans: Insights from the 2007 SCF, Center for Retirement Research at Boston College, March 2009, No.9-5:p.5.

品和货币市场基金的投资比重将自动增加，资产配置符合“下滑路径”（Glide Path）。生命周期基金自引入后以其自身优势发展迅速：一是投资组合的预先设定。生命周期基金通过简单的方法，实现股票和固定收益债券按照不同比例结合成具有不同风险程度的单一动态基金，然后以共同基金的形式进行投资；二是基于目标日期进行长期决策型投资，实现资产配置在生命周期内动态再平衡。离目标日期越近，基金经理将调低中高风险资产的比例，并逐渐增加固定收益类债券的比例，使得收益更加稳健。这一设计理念基于基金的长期投资，因为时间越长，投资者能够接受更为激进、更具风险的投资组合；三是合格默认投资组合降低雇员自主投资选择的复杂性，其只需选定一个合适的接近退休的日期，剩下工作全部交由基金投资经理；四是通过对雇员提供金融知识教育，有效减少投资者不良投资行为，它为投资者在单一基金中购买混合型资产配置的产品提供了可能，并通过计算特定年龄的风险水平确定资产分配比例，从而避免投资者购买较为极端的投资组合。生命周期基金的引入对 401(k) 计划参与率和资产配置产生重要影响。

1. 401(k) 账户资产投资于生命周期基金的比例持续上升

2006 年法案颁布后，提供生命周期基金的计划从 2006 年的 32% 上升到 2014 年的 76%，持有生命周期基金的计划参与者从 2006 年的 42% 上升到 2014 年的 77%，据估计，生命周期基金资产规模将从目前的 1 万亿美元上升到 2020 年的 4 万亿美元，401(k) 账户资产投资于生命周期基金的比例已经从 2006 年的 3% 上升到 2015 年的 24%，预计到 2020 年将上升到 50% 左右¹。

¹ Ronald J. Surz, Prudent Target-Date Fund Decisions for Fiduciaries, Benefits Magazine, July 2015:pp.34-36.

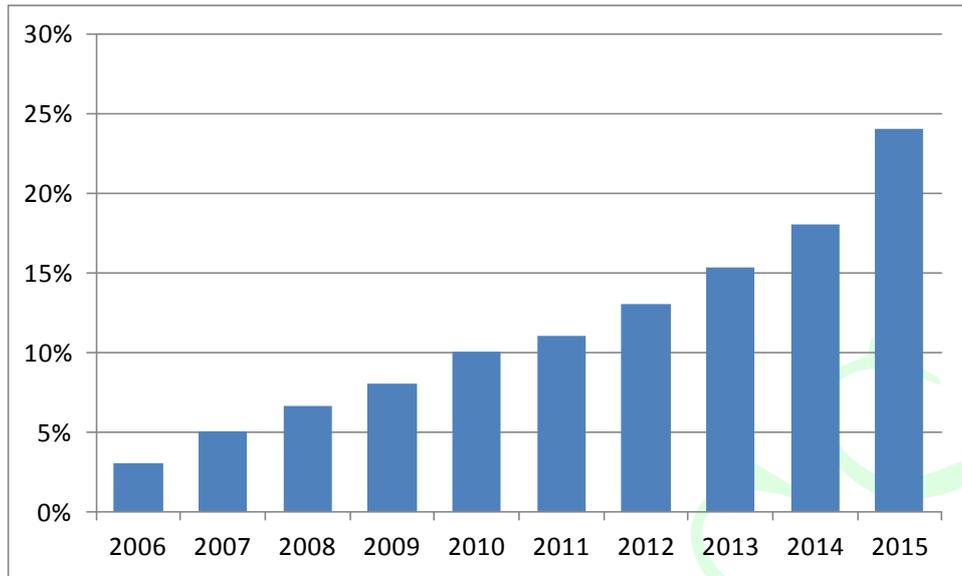


图 6 2006-2015 年 401(k) 账户资产投资于生命周期基金的占比情况

资料来源：1.2006-2013 年的数据来源于：ICI, The BrightScope/ICI Defined Contribution Plan Profile: A Close Look at 401(k) Plans 2013,December 2015;p.37; 2.2014-2015 年数据来源于：Crain Communication, Inc, Target-date assets up thanks to default option status,Pension & Investment, Feb 2016,Vol.44 Issue 3,0035.

生命周期基金因其实现多样化投资、专业而谨慎的投资管理、合适的投资风险敞口和无需计划发起人承担投资责任实现自动再平衡的优势使其成为解决 401(k) 计划投资管理的简单方法。虽然持有生命周期基金的参与者比例较高，但投资于生命周期基金资产占 401(k) 账户总资产的比例相对较低。深究发现，持有生命周期基金以新加入的年轻雇员为主，他们账户资产规模相对较小。截止 2014 年底，59% 的新加入雇员持有生命周期基金，12% 的参与者持有非生命周期平衡基金，4% 参与者同时持有生命周期基金和非生命周期平衡基金¹。新加入年轻雇员持有生命周期基金比例较高的原因在于默认投资组合的规定增加了对生命周期基金的需求，而且生命周期基金可以为缺乏专业金融知识的雇员提供一站式服务，雇员仅需根据自身的退休日期选择基金，之后无需根据市场条件、自身风险偏好主动去调整资产配置。

表 2 2006-2013 年各年龄组新加入雇员持有生命周期基金的占比情况

年龄组	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
20S	29.4%	31.7%	46.5%	48.5%	52.0%	53.6%	52.0%	51.4%
30S	28.5%	35.1%	43.5%	47.3%	47.8%	52.1%	54.3%	53.3%
40S	27.4%	34.2%	41.8%	45.5%	45.3%	49.5%	51.9%	50.7%

¹ ICI, 401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances and Loan Activity in 2014, April 2016:p.31.

50S	28.1%	34.9%	42.2%	45.2%	45.0%	49.2%	51.8%	49.6%
60S	26.1%	32.1%	38.4%	41.0%	41.7%	46.5%	48.8%	45.5%
所有	28.3%	33.8%	43.6%	46.6%	47.6%	51.2%	52.3%	51.1%

资料来源：ICI, 401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances and Loan Activity in 2014, Available at the Website: https://www.ebri.org/pdf/briefspdf/EBRI_IB_423.Apr16.401k-Update.pdf。

2. 不断扩大投资选择以满足不同风险偏好投资者的需求

美国政策制定者一直在关注如何对 401(k) 计划多样化投资进行改革，1974 年《雇员退休保障法案》允许计划参与者对账户资产进行自主投资，同时美国劳工部明确规定计划发起人要提供至少三种不同风险和回报的投资选择，出于安全性的考虑，投资者倾向于较为保守的投资策略，并很少改变自身的投资组合。20 世纪 90 年代，401(k) 计划的投资选择数量平均为 10 个，之后稳步上升到 2005 年的 14 个。2006 年生命周期基金出现后，其投资工具既包括股票基金、平衡基金和公司股票等高风险资产，同时也包括债券基金、货币基金、投资担保合约及其他稳定价值基金，以适合不同风险偏好的参与者。相应地，其投资选择数量从 2006 年的 20 个增加到 2015 年的 25 个，其中包括 13 个股票基金、3 个债券基金、6 个生命周期基金和其他货币市场基金或稳定价值基金等。

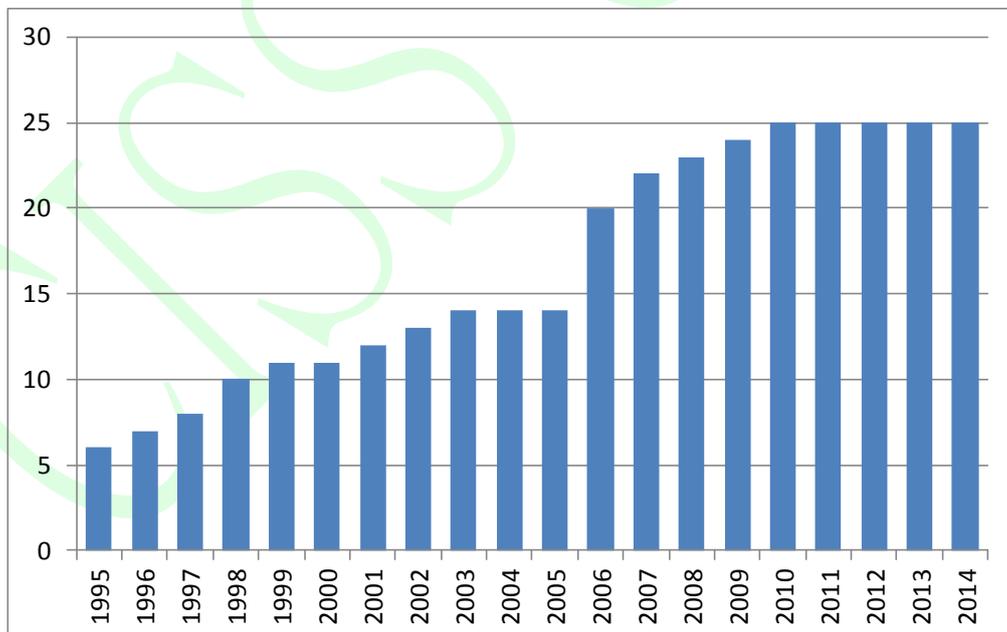


图 7 1995-2014 年 401(k) 计划平均投资选择数量情况 单位：个

资料来源：ICI, The BrightScope/ICI Defined Contribution Plan Profile: A Close Look at 401(k) Plans 2013, December 2015; p.30.

3. 401(k)计划资产配置以股票基金为主，投资公司股票比例处于历史较低水平

1996-2014年近20年时间，401(k)计划资产配置呈现出四个明显的变化趋势：一是投资公司股票的比例呈持续递减趋势。2001年以前401(k)计划资产过多投资于公司股票，占比基本稳定在19%左右。《2006年养老金保护法案》明确规定限制投资公司股票的比例，公司股票投资占比已经从2006年的11%逐步下降到2014年的7%左右；二是因生命周期的引入逐渐增加平衡基金投资的比例。2006年以前投资平衡基金的占比基本维持在10%左右，之后逐步上升到2014年的25%；三是股票仍然是401(k)计划参与者的主要投资方向，2014年401(k)计划资产中超过2/3的比例投资于股票，包括股票基金、平衡基金中的股票成分和公司股票，401(k)计划资产配置以股票基金为主，2008年以前投资于股票基金的比例基本稳定在40%-55%之间，金融危机后因股票市场崩溃，股票基金投资比例下降到37%，之后很快回升到40%左右，股票投资比例较大的主要原因在于偏向投资于股票的年轻劳动者的增加。可见，401(k)计划的资产配置从原先的较为单一、保守逐渐向多元化、平衡式投资策略的方向发展。

表3 1996-2014年401(k)计划资产配置占总资产比例的情况 单位：%

年份	股票基金	平衡基金	公司股票	债券基金	货币基金	担保投资合约/其他稳定价值基金
1996	44	8	19	7	5	16
1997	48	8	19	6	5	13
1998	50	8	18	6	5	12
1999	53	7	19	5	4	11
2000	51	8	19	5	4	11
2001	48	8	17	8	5	14
2002	40	9	16	11	6	16
2003	45	9	16	10	5	13
2004	46	10	15	10	4	12
2005	48	11	13	10	4	13
2006	49	13	11	9	4	11
2007	48	15	11	8	4	11
2008	37	15	10	12	7	15
2009	41	17	9	11	5	13
2010	42	18	8	12	4	10
2011	39	21	8	12	4	11
2012	39	22	7	12	4	10

2013	44	23	7	9	4	11
2014	43	25	7	8	4	10

资料来源: Sarah Holden, ICI and Jack VanDerhei, 401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances and Loan Activity in 1999-2014. Employment Benefit Research Institute, Website: <https://www.ebri.org/>.

(四) 401(k) 计划投资表现分析

401(k) 计划投资运营具有一定的复杂性, 雇主需要选择受托人负责 401(k) 计划的管理监督。401(k) 计划服务提供者需要从计划中收取一定的费用, 通常运行成本主要由雇主和雇员共同承担。401(k) 计划服务提供方收取多少费用会影响参与者最终的收益情况, 因此, 分析 401(k) 计划的费用成本变化将有助于更为客观地分析其实际运营效果。

1. 401(k) 计划参与者承担的共同基金费用呈持续下降趋势

2005 年以来共同基金¹成为美国 401(k) 计划主要投资工具。共同基金资产已经从 1990 年的 350 亿美元上升到 2005 年的 1320 亿美元, 2006 年以后因合格默认投资工具的运用, 共同基金资产进一步上升到 2015 年的 2.8 万亿美元, 投资于共同基金的比例稳定在 60%左右, 其中, 59%投资于股票基金, 26%投资于混合基金, 11%投资于债券基金, 3%投资于货币市场基金²。

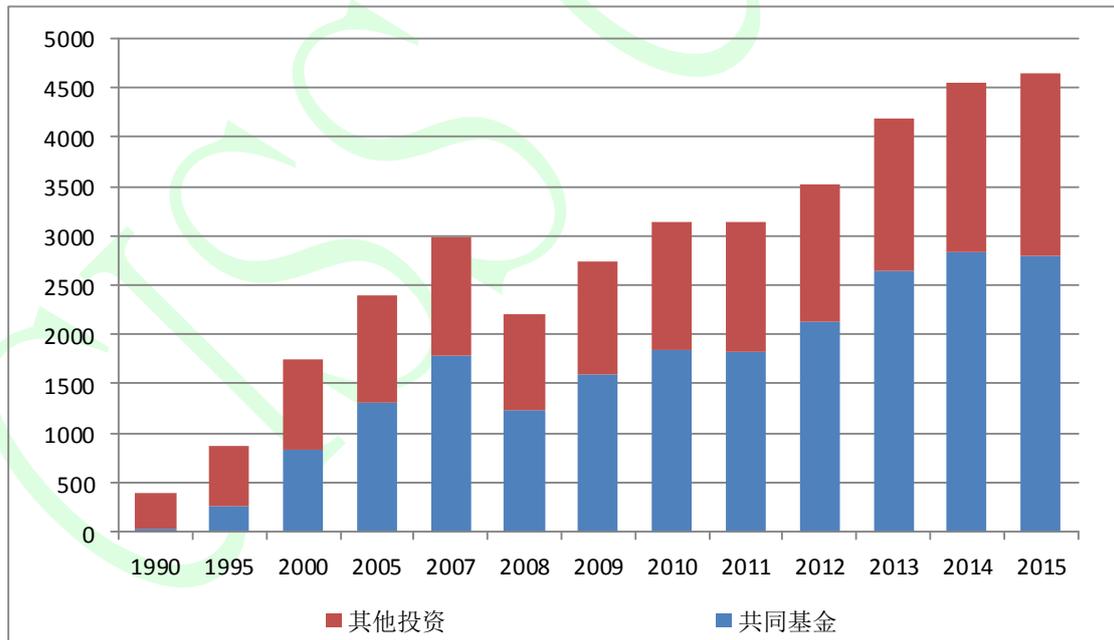


图 8 各年份 401k 账户资产投资共同基金情况 单位: 10 亿美元

资料来源: Investment Company Institute, The Economics of Providing 401(k) Plans: Services, Fees and Expenses 2015, ICI Research Perspective, August 2016:p.2.

2012 年美国劳工部明确要求共同基金需要定期公开披露费用。共同基金费

¹ 注: 共同基金包括股票基金、混合基金、债券基金和货币市场基金。

² Investment Company Institute, The Economics of Providing 401(k) Plans: Services, Fees and Expenses 2015, ICI Research Perspective, August 2016:p.7.

用包括直接支付的销售费用（sale loads）和间接承担的运行成本。整体而言，近年来，401(k)计划投资者承担共同基金的平均费率呈不断下降趋势：一是股票型基金。由于股东对基金费用很敏感，通常将股票基金投向低成本基金，股票型基金的平均费率（根据401(k)计划资产加权后）已经从2003年的0.83%下降到2015年的0.53%，均低于美国同时期股票型基金市场的平均费率；二是混合型基金。401(k)计划投资于混合型基金的平均费率从2003年的0.74%下降到2014年的0.54%，低于同期混合型基金市场的平均费率；三是债券型基金。401(k)计划投资于混合型基金的平均费率从2003年的0.61%下降到2014年的0.38%，相应地，同期行业平均费率从0.77%下降到0.54%；四是货币市场基金。投资于货币市场基金的比例较小，与其他三种基金不同的是，401(k)计划中货币市场基金平均费率略高于行业平均费率，2013—2015年401(k)计划中货币市场基金的平均费率分别为0.19%、0.16%和0.16%，而同期行业平均费率分别为0.17%、0.13%和0.14%。

表5 2000-2014年共同基金平均费率情况 单位：%

年份	股票型基金		混合型基金		债券型基金	
	行业平均值	401(k)	行业平均值	401(k)	行业平均值	401(k)
2000	0.99	0.77	0.89	0.72	0.80	0.60
2001	0.99	0.80	0.89	0.72	0.79	0.60
2002	1.00	0.82	0.89	0.73	0.76	0.59
2003	1.00	0.83	0.90	0.74	0.77	0.61
2004	0.95	0.79	0.85	0.70	0.74	0.60
2005	0.91	0.76	0.81	0.66	0.69	0.58
2006	0.88	0.74	0.78	0.65	0.67	0.56
2007	0.86	0.73	0.77	0.63	0.65	0.55
2008	0.83	0.72	0.77	0.63	0.62	0.53
2009	0.87	0.74	0.84	0.68	0.64	0.55
2010	0.83	0.70	0.82	0.64	0.64	0.54
2011	0.79	0.66	0.80	0.61	0.62	0.52
2012	0.77	0.63	0.79	0.60	0.61	0.50

2013	0.74	0.58	0.80	0.57	0.61	0.48
2014	0.70	0.54	0.78	0.55	0.57	0.43
2015	0.68	0.53	0.77	0.54	0.54	0.38

注：行业平均费率根据 401(k) 计划资产比重加权计算求出平均值；401(k) 计划平均费率根据 401(k) 资产比重加权计算出平均值；

资料来源：Investment Company Institute, The Economics of Providing 401(k) Plans: Services, Fees and Expenses 2015, ICI Research Perspective, August 2016:p.11.

共同基金业的发展为 401(k) 计划提供了富有效率的投资工具，共同基金费用持续走低的原因主要包括：一是共同基金和市场上其他产品竞争日趋激烈，各个服务提供方想占领一定的市场份额，需要让他们提供的商品和服务价格具有竞争性；二是技术不断进步驱动服务提供方提高运行效率，从而降低成本；三是考虑到计划发起者和参与者对价格十分敏感，基于谨慎成本决策原则，以投资低成本基金为主；四是 401(k) 计划资产规模持续扩大带来的规模效应作用。对于退休金计划而言，长达几十年的积累期，每年 1% 的费率会对退休者的待遇水平产生重要影响，费率下降能够增加计划参与者的资产净值，进而提高退休后的待遇水平。

2. 401(k) 计划长期投资收益良好

401(k) 计划实行市场化运营，其投资收益深受美国资本市场表现的影响。整体而言，美国股票市场相对成熟和稳定性，使得 401(k) 计划长期投资收益率较为可观，但长期稳定并不能否定股票短期投资回报率的波动性。

90 年代美国股市处于黄金发展时期，1995 年投资收益率高达 20.5%。21 世纪初期先后遭遇互联网经济危机和 2008 年次贷危机，美国资本市场波动明显，401(k) 计划投资表现在短期内甚为波动，2008 年 401(k) 计划年均收益率降至 -24.5%，之后迅速回升到 2009 年的 18.8%。美国劳工部披露的数据显示，1994-2013 年，401(k) 计划平均投资收益率为 7.1%，2004-2013 年计划平均投资收益率为 6.8%，2009-2013 年计划平均收益率为 12.5%（见图 9）。可见，401(k) 计划整体上能够抵御金融风暴带来的影响，虽然短期内投资收益较为波动，但中长时期来看，投资收益较为可观。

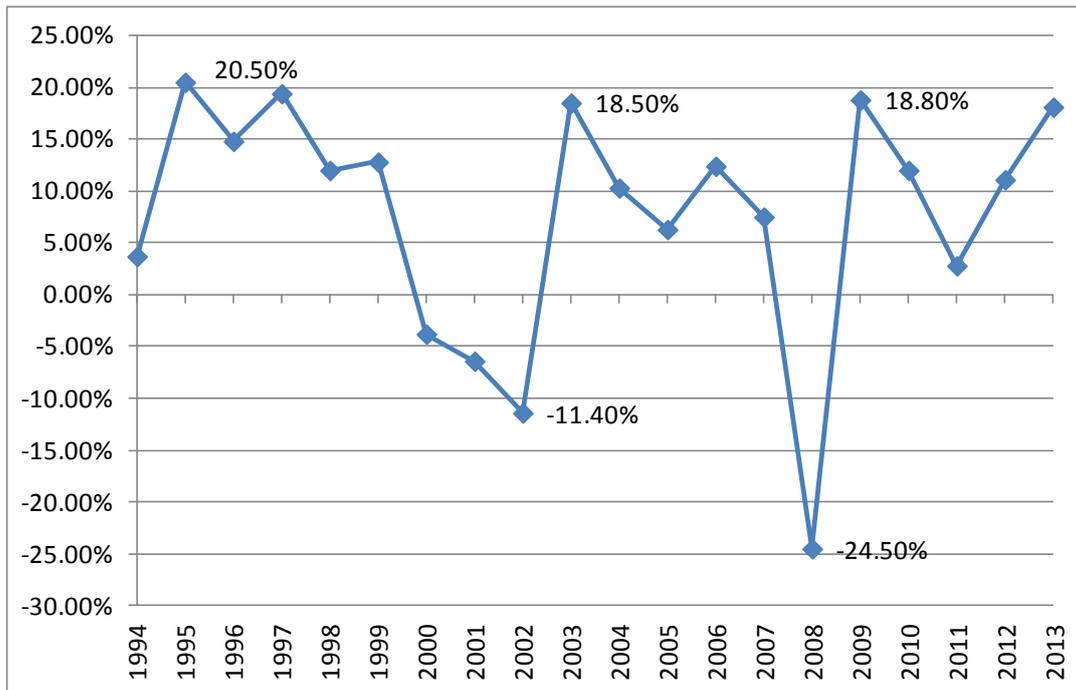


图 9 1994-2013 年 401(k)计划整体投资收益率情况

资料来源: US Department of Labor, Private Pension Plan Bulletin Historical Tables and Graphs 1975-2013, 2013:p.28.

(五) 401(k)计划发展的局限性

自 401(k) 建立以来, 如何扩大计划参与率始终是政策制定者关注的焦点。自动加入机制的运用起到了一定的积极效果, 但其作用并未充分发挥出来。调查数据显示, 2012 年仍有半数左右私人部门雇员未加入退休储蓄计划, 部分是由于雇员自愿选择不加入, 84%未加入计划者是由于缺乏机会, 其中, 68%是由于雇主未提供合格的储蓄计划, 规模较小企业建立雇主养老金计划比例较低, 16%是由于雇员不符合雇主养老金计划的资格条件¹。此外, 已经实行自动加入的计划也面临一些问题。很多计划发起人设定较低的初始默认缴费率, 而且还不愿意实行自动增加缴费率机制, 较低缴费率不利于提高雇员的储蓄率水平, 反过来将削弱计划吸引力。同时, 合格默认投资选择工具的使用也面临不少挑战, 虽然政策制定者积极鼓励和引导计划发起人追求计划参与者的利益最大化, 因 2008 年金融危机的影响, 股票市场下滑使得临近退休者资产大幅缩水, 如何监督和使用生命周期基金以降低默认投资选择工具的风险和保护雇员的养老金权益引发广泛关注。当前美国政府正积极采取措施以解决这些问题。2015 年通过的《自动个人退休法案》进一步推进自动机制的运用, 规定如果雇主养老金计划不实行自动

¹ GAO, Analysis of 2012 Data from the Survey of Income and Program Participation (SIPP) and the U.S. Census Bureau, GAO-15-556.

加入，计划成本将增加，同时要求劳工部出台相关政策指引基金投资的合理规范。这些新政策运行效果如何仍需时间的检验。

四、401(k)计划发展的经验小结

美国 401(k) 计划发展并非一帆风顺，其发展壮大的强大生命力在于顺应经济结构调整和劳动力市场转型的历史趋势、自身框架设计的持续创新契合雇主养老金计划改革和发展的大方向以及财税政策、法律环境和资本市场的统筹推进和协同发展。401(k) 计划发展如此迅速是始料未及的，但其具有的便携性、雇员的自主决定权和为扩大参与率做出的重大变革所取得的成功是值得借鉴的。

(一) 税收优惠政策是 401(k) 计划发展的重要刺激手段

税收优惠政策是政策制定者鼓励退休者为自己退休储蓄的间接激励政策。为促进 401(k) 计划的快速发展，美国政府规定满足一定条件的 401(k) 计划享受税收优惠，实施 EET 模式，允许雇主和雇员从其税前收入中扣除养老金缴费额，在投资阶段免除投资收益所得税，在待遇领取阶段需要征收个人所得税。EET 税收模式下，缴费阶段和长达几十年的股息、利息收入等复合递延税收的综合作用起到良好的激励作用，因为退休后使用的税率更低。一般而言，

雇员 401(k) 账户维持的时间越长，雇员获得的收益越多，实际享受的税收递延收益就越多。税收优惠政策并不是为了优惠而优惠，而是以税收优惠杠杆作用调动各方力量，提高雇主和雇员的积极性。美国投资公司协会年度调查报告显示，85%以上美国居民支持 401(k) 计划的原因在于个人拥有选择权和享受税收优惠¹。88%美国居民不赞成政府取消税收激励，90%的美国居民不赞成降低个人缴费上限额，80%的 DC 计划参与者表示税收优惠是激励他们进行退休储蓄的重大动力²。

(二) 自动加入机制和合格默认投资选择的创新设计是扩大覆盖面的重要举措

401(k) 计划能在短短三十多年时间内发展成为美国最大的补充养老保险计划和成为美国退休者重要的收入来源，离不开 401(k) 计划适应内外部环境适时

¹ Investment Company Institute, 网址: https://www.ici.org/401k/statements/10_nicsa_pss_keynote。

² Investment Company Institute: Americans Overwhelmingly Oppose Changing Tax Incentives for Retirement Saving, Website: https://www.ici.org/401k/news/15_news_view_dc。

进行的制度创新。美国私人养老金制度建立至今已有一百多年的历史，无论是计划参与人数、计划种类、基金规模还是制度创新均持续领先，自动加入机制是美国私人养老金计划中的又一重要创新举措，前文分析可知，早在 2006 年以前，部分计划就实行了自动加入，但因政策因素的影响未能推广，2006 年法案实行对自动加入机制的肯定和升级，激发其活力，降低雇员决策复杂性的同时扩大计划参与率。

此外，私人养老金领域中往往存在一个重要问题：一方面计划参与者因缺乏专业投资知识和经验，过多的投资选项往往会带来更大的复杂性和信息负荷，更难做出正确的投资决策；另一方面基金经理人虽然拥有丰富的投资经验和专业知识，但很难确保其实现计划参与者利益最大化，合格默认投资选择工具的出现恰好可破解这一难题，一方面保证计划成员拥有投资决策权，同时降低计划参与者做出决定的难度，仅需要雇员认可某个默认投资组合即可。同时，为保证参与者利益最大化，美国劳工部对默认投资选择工具有明确的规定，要求只有符合这些规定时，才可获得免于受托责任的保护。自动加入机制和合格默认投资选择这两项制度创新相辅相成：自动加入机制提升制度参与率，进一步扩大资金规模，而默认投资选择工具可以破解计划投资决策难题，实现计划的专业化管理，通过资产配置动态再平衡满足雇员不同生命阶段的需求。两项制度创新形成政策合力，共同推动着美国 401(k) 计划的健康、规范发展。

（三）坚持市场化运作方式和完善监管体系是 401(k) 计划发展的重要保证

市场机制在 401(k) 计划发展中发挥着积极作用。401(k) 计划的发展离不开美国发达资本市场的支撑，半数以上的 401(k) 计划资产投资于资本市场，不仅可以获得较高的投资收益率，而且有助于推进美国资本市场完善和改善公司治理结构。

运行至今，美国已经逐渐形成一套独特而较为完善的监管体系，美国劳工部、财政部及国税局为 401(k) 计划发展保驾护航，承担着重要监管职能。劳工部处于 401(k) 计划监管的核心，负责对企业年金受托人、账户管理人、托管人和行政管理人的行为进行监督，防止资金滥用，同时为避免投资不当和提高雇员责任意识，要求定期为计划成员提供账户信息，从而强有力保障雇员的权益。财政部及其下属的国家税务局负责计划税收优惠政策的贯彻和落实，明确规定雇员缴费

上限额，针对提前支取或困难提取等情况明确规定惩罚性措施。各部门监管职责明确、通力配合，从而对制度发展起到润滑剂作用。

CLASS

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》、《社保改革动态》、《社保改革评论》和《工作论文》四项产品。其中,《快讯》、《社保改革动态》和《社保改革评论》三项产品版权为“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》、《社保改革动态》、《社保改革评论》和《工作论文》, 请发送电子邮件至: cisscass@cass.org.cn。

地址：北京东城区张自忠路 3 号, 北京 1104 信箱 (邮编 : 100007)

电话：(010) 64034232

传真：(010) 64014011

网址：www.cisscass.org

Email: cisscass@cass.org.cn

联系人：董玉齐