

美国年金镜鉴：模式、配置与启示

——海外养老金投资策略专题

投资要点：

证券分析师

廖志明
SAC: S1350524100002
liaozhiming@huayuanstock.com

联系人

马赫
mahe@huayuanstock.com

- **美国养老金“三支柱”总体格局：规模全球第一，二、三支柱为主导。**截至 2026Q1 末，美国养老金体系总规模达 47.6 万亿美元，24 年末占全球养老金资产比例近 60%。其核心架构为多层次责任共担的“三支柱”模式：

 - 1) **第一支柱（政府强制）：**即 OASDI 基金，2025 年末规模约 2.5 万亿美元，主要投资于美国政府向养老金定向发行的国债，其中 OASI 基金（预计 25 年末约 2.3 万亿美元）和 DI 基金（预计 25 年末约 0.2 万亿美元）24 年实际年化收益率分别为 2.5% 和 3.3%，主要为美国民众提供基础保障。
 - 2) **第二支柱（雇主主导）：**规模最大，2026Q1 末达 26.8 万亿美元（占比 56.3%）。包含 DB 型（固定收益，约 13.0 万亿美元）和 DC 型（固定缴费，约 13.8 万亿美元）。其中 DC 型计划增长迅速，占比已从 1994 年的不足三分之一升至 2026Q1 末的一半以上，401(k)计划是其中的主力（26Q1 末为 9.9 万亿美元）。
 - 3) **第三支柱（个人自愿）：**2026Q1 末的规模为 18.2 万亿美元。截至 2025H1，44% 的美国家庭持有 IRA。截至 2026Q1，资产配置显著向权益类倾斜，共同基金是其核心投资资产（占比 40.2%），其中美国国内权益类基金占比高达 45.7%。
- **DB 型计划配置趋势：降权益、增另类，追求长期稳健回报。**以纽约州共同退休基金（NYSLRS）和德州教师退休系统（TRS）为代表的 DB 计划，展现了类似配置趋势：

 - 1) **权益仓位持续下移：**纽约州共同退休基金的股票配置占比从 2005Q1 末的 64.2% 降至 2026Q1 末的 39.4%；德州教师退休系统权益仓位也从高位回落至 25 财年末的 37.2%。
 - 2) **另类资产大幅扩容：**两大基金均长期增配私募股权（PE）、不动产及信贷等另类资产。纽约州共同退休基金的 PE 配置比例从 2005Q1 末的 5.4% 升至 2026Q1 末的 14.3%，权益型房地产（包括实物资产）占比也在 2026Q1 末达到 14.3%。德州教师退休系统的 PE 占比曾高达 17.7%，25 财年末为 15.3%，较 2005 财年的 1.9% 大幅提高；05 财年时，房地产投资占比不到 1%，25 财年末房地产投资占比超 13%。
 - 3) **收益表现：**尽管降低了权益占比，但依靠多元化配置，截至 26Q1，纽约州共同退休基金十年期年化回报率达 8.94%，德州教师退休系统二十年平均年化收益率为 7.4%，体现了美国大型养老金计划的长期资金通过另类资产获取流动性溢价的能力。
- **DC 型计划（401(k)/403(b)）配置特征：目标日期基金崛起，被动投资普及。**DC 型计划更贴近普通投资者，其资产配置呈现出显著的“均衡化”和“被动化”趋势：

 - 1) **目标日期基金成为核心增量：**在 401(k)计划中，混合类基金（主要是目标日期基金）占比从 2000 年末的 9.9% 升至 2026Q1 的 28.2%，成为仅次于美国国内权益基金的第二大品类。截至 23 年末，小型计划（资产规模 < 100 万美元）对目标日期基金的依赖度高，配置比例为 58.5%；大型计划（资产规模 > 10 亿美元）对目标日期基金

的依赖度较低，配置比例为 28.1%。

- 2) **权益仍为底仓，但结构优化：**美国国内权益基金仍是 401(k)的第一大持仓（26Q1 末占比 45.6%），但集中度近年有所下降。403(b)计划因行业特性（教育、非营利），保留了较高比例的固定年金配置（22 年末配置比例为 16.4%），避险属性更强。
 - 3) **被动投资渗透率高：**截至 2023 年末，指数基金在全规模档位的 401(k)计划中渗透率维持在 38.5%–49.4%的高位，整体配置比例在 46.3%，大型计划（资产规模>10 亿美元）的指数基金占比接近 50%，显示低成本被动工具已成为主流。
 - 4) **制度红利：**截至 2023 年末，401(k)计划的“自动参保机制”覆盖 45.2%的参保职工和 42.8%的计划。雇主配套缴费长期稳定贡献约 401(k)中约 33%–36%的缴存资金，有效保证了资金的持续流入。
- **未来国内年金可能如何发展：多元体系持续构建，引导长钱长投。1) 国内养老金体系结构或将更加均衡发展，年金与个人养老金有望成为扩容核心。**借鉴美国二、三支柱合计占比超九成的经验，国内后续或分层推进三支柱均衡发展，夯实养老资金根基。**2) 在资产配置层面，养老金或将从“固收独大”向“多元另类”转型。**国内企业年金当前偏保守、集中于存款和债券，若放宽对权益资产及另类资产的投资比例限制，对于规模较大的年金计划，或可增配另类资产；同时普及适配生命周期的标准化配置工具，依托年金资金久期长、风险承受能力适配中长期波动的天然优势，分散投资风险、抬升长期投资回报率。**3) 年金扩容与资本市场或将形成双向促进的正向循环。**一方面或通过完善制度推动中小企业年金普及、拓宽参保群体以释放增量长线资金，另一方面或丰富低费率指数基金、生命周期基金等配套产品体系以降低配置难度，最终实现成熟资本市场工具承接年金长期资金、稳定收益反哺资产增值、长线资金平抑市场波动的良性闭环，达成“长钱长投、互利共赢”的发展格局。
- **风险提示：增量政策落地，经济或企稳复苏，引发债市调整；理财行业监管政策调整的风险；第三方提供的数据或存在数据偏差，导致测算的规模及占比或与实际情况存在差异。**

内容目录

1. 美国养老金三支柱体系的规模演进与结构特征	6
1.1. 第一支柱：社会保障基金（OASDI）的覆盖度与资产构成	6
1.2. 第二支柱：雇主主导的 DB 与 DC 计划双轮驱动格局	7
1.3. 第三支柱：个人退休账户（IRA）资产配置趋势	9
2. DB 型计划：公共养老基金的长期配置策略与收益归因	11
2.1. 纽约州共同退休基金：降权益、增另类的结构转型之路	11
2.2. 德州教师退休系统：公开市场收缩与非公开市场扩容	15
3. DC 型计划：市场化运作机制、工具迭代与制度创新	17
3.1. 401(k)计划：美国企业年金的主流范式与配置均衡化	19
3.1.1. 401(k)资产配置情况：权益底仓稳固与目标日期基金（TDF）的崛起	19
3.1.2. 401(k)自动参保机制（Automatic 401(k）	22
3.1.3. 401(k)计划资金缴存结构分析	23
3.2. 403(b)计划：非营利机构的专属方案与特色配置	24
3.2.1. 403(b)资产配置情况：固定年金底仓与指数化投资的规模呈正比例	24
3.2.2. 403(b)自动参保机制	26
3.2.3. 403(b)计划资金缴存结构分析	27
4. 投资启示：构建多层次体系与引导长线资金入市	27
5. 风险提示	28

图表目录

图表 1: 美国养老三支柱规模走势 (万亿美元, %)	6
图表 2: OASI 基金和 DI 基金资产规模走势 (万亿美元)	7
图表 3: 美国 DB 型养老金计划规模走势 (万亿美元, %)	8
图表 4: 美国私营 DB 型养老金计划规模走势 (万亿美元, %)	8
图表 5: 美国 DC 型计划规模走势 (万亿美元, %)	9
图表 6: IRA 分类与基本情况 (截至 25H1)	9
图表 7: 美国不同类型 IRA 规模走势 (万亿美元)	10
图表 8: 按机构类型划分的 IRA 资产 (万亿美元)	10
图表 9: 美国 IRA 共同基金资产配置变化 (万亿美元)	11
图表 10: NYSLRS 会员数、成员数和资产规模增速的变化趋势 (万人, %)	12
图表 11: 纽约州共同退休基金资产配置变化 (亿美元, %)	13
图表 12: 纽约州共同退休基金资产配置占比变化 (%)	14
图表 13: 纽约州共同退休基金资产收益率变化趋势 (%)	14
图表 14: TRS 资产配置变化趋势 (亿美元, %)	15
图表 15: TRS 资产配置占比变化趋势 (%)	16
图表 16: TRS 资产收益率变化趋势 (%)	16
图表 17: 美国养老金 DC 型计划共同基金资产配置变化 (万亿美元)	18
图表 18: 美国养老金不同 DC 型计划共同基金资产配置规模 (万亿美元)	19
图表 19: 美国 401(k) 计划共同基金资产配置及规模走势 (万亿美元)	20
图表 20: 美国 401(k) 计划共同基金资产配置占比变化情况	21
图表 21: 不同资产规模的 401(k) 计划资产配置比例 (%)	21
图表 22: 不同参保人数的 401(k) 计划资产配置比例 (%)	22
图表 23: 2023 年末不同资产规模的 401(k) 计划的自动参保渗透率 (%)	23
图表 24: 2023 年末不同参保人数的 401(k) 计划的自动参保渗透率 (%)	23
图表 25: 401 (k) 计划雇主与员工缴存规模 (亿美元)	24
图表 26: ERISA 403(b) 计划规模占比情况	24
图表 27: 403(b) 计划雇主行业分布情况 (按计划数量)	24
图表 28: 不同资产规模的 403(b) 计划资产配置比例 (%)	25
图表 29: 不同参保人数的 403(b) 计划资产配置比例 (%)	26

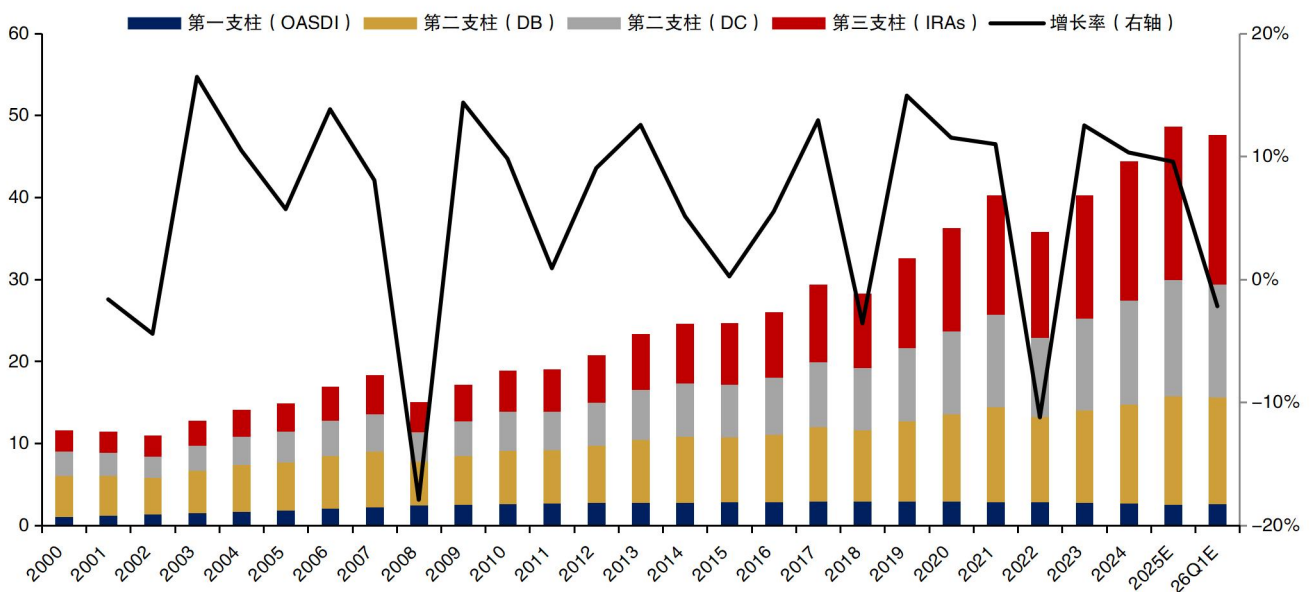
图表 30: 2022 年末不同资产规模的 403(b)计划的自动参保渗透率 (%)	27
图表 31: 2022 年末不同参保人数 的 403(b)计划的自动参保渗透率 (%)	27
图表 32: 403 (b)计划雇主与员工缴存规模 (亿美元)	27

1. 美国养老金三支柱体系的规模演进与结构特征

截至 2026Q1 末，美国养老金体系总规模约 47.6 万亿美元，稳居全球首位。根据 2024 年末的数据，美国养老金占全球养老金资产比例近 60%，远超其他国家。这一庞大体系的成功或源于其多层次、市场化的设计，政府、企业与个人责任共担，形成了可持续的养老保障网络。美国的养老体系采用多层次保障模式，核心为“三支柱”结构。

三支柱体系：美国养老体系以社会保障（第一支柱）为基础，由政府强制实施，2005 年就已覆盖 96% 的劳动者，2025 年末规模约为 2.5 万亿美元。第二支柱养老金计划（雇主养老金计划/第二支柱）规模最大（26Q1 末规模达 26.8 万亿美元），包括 DB 型（Defined Benefit，固定收益，26Q1 末规模约 13.0 万亿美元）和 DC 型（Defined Contribution，固定缴费，26Q1 末规模约 13.8 万亿美元）计划。个人退休账户（第三支柱）如传统 IRA 和 Roth IRA（26Q1 末规模 18.2 万亿美元），由个人自愿参与，享受免税或税延优惠，可投资股票、基金等，灵活补充前两支柱。三支柱通过政府、企业与个人责任分担，形成递进式保障。

图表 1：美国养老三支柱规模走势（万亿美元，%）



资料来源：ICI、华源证券研究所

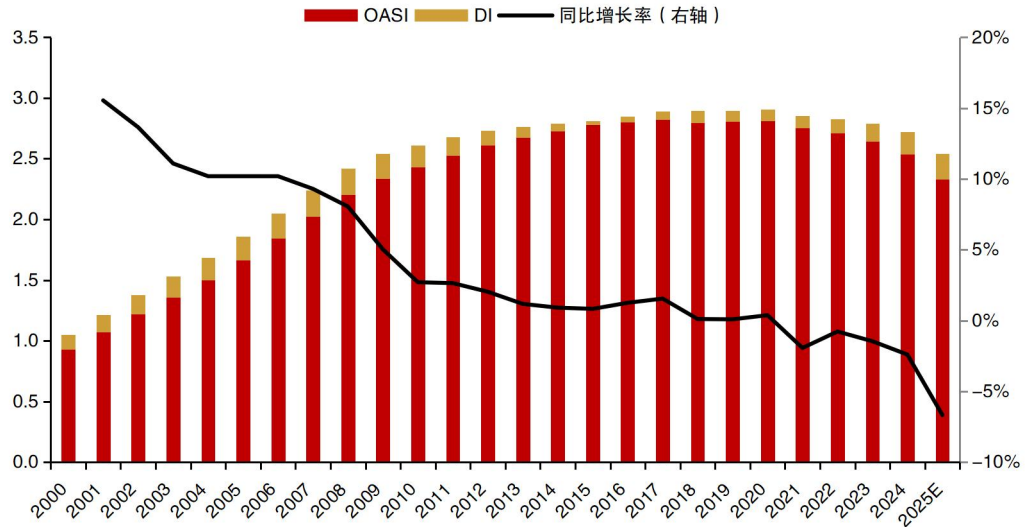
注：OASDI 的 2025 年末数据为 SSA 的中性测算值，26Q1 为测算值

1.1. 第一支柱：社会保障基金（OASDI）的覆盖度与资产构成

美国民众需要依据《联邦保险缴款法案》（FICA）或《自雇缴款法案》（SECA）缴纳社会保障金。缴纳的税款被分配至三个信托基金：老年（退休）和遗属保险（OASI）信托基金、残疾保险（DI）信托基金以及医疗保险住院保险（HI）信托基金。其中 OASI 基金和 DI 基金合称 OASDI 基金。通常意义上，美国养老金第一支柱即 OASDI 基金。区别于中国的全国社会保障基金，OASDI 基金除了包括养老保险，还包括遗嘱保险、残疾保险等，根据 SSA2025 年的报告，OASDI 基金主要用于退休工人及其家属（24 年末占比近 80%）。

截至 2024 年底，OASDI 基金向约 6800 万人发放了社保津贴，覆盖群体分为三类：5400 万名退休参保劳动者及其受扶养家属；600 万名参保身故职工遗属；800 万名残疾参保劳动者及其受扶养家属。

图表 2：OASI 基金和 DI 基金资产规模走势（万亿美元）



资料来源：SSA、华源证券研究所

注：OASI 和 DI 基金 2025 年末数据为 SSA 的中性测算值

截至 2024 年底，OASI 基金的资产规模为 25383 亿美元，其中包括 25382 亿美元的美国国债(OASI 基金的资产只能购买美国财政部定向发行、仅对信托基金开放的定向国债，包括短期债务凭证和长期债券)和 1 亿美元的现金。2024 年期间，OASI 基金的实际年化收益率为 2.5%，略高于 2023 年期间的 2.4%。根据 SSA 测算，预计 OASI 基金 25 年末规模约 2.33 万亿美元。

2024 年期间，DI 基金的资产规模增加了 362 亿美元，从 2023 年底的 1470 亿美元升至 2024 年底的 1832 亿美元。这 1832 亿美元的资产由 1831 亿美元的美国国债和总计 1 亿美元的现金构成。2024 年期间，DI 基金的实际年化收益率为 3.3%，高于 2023 年的 2.9%。根据 SSA 测算，预计 DI 基金 25 年末规模约 0.21 万亿美元。

除了 OASDI 基金以外，雇主养老金计划与个人退休账户（IRA），构成了社会保障体系之外的重要补充。无论家庭收入或财富水平高低，这两类账户均为居民退休后的现金流提供了关键支撑；对于社会保障替代率偏低的群体而言，其重要性尤为突出。截至 2022 年末，超过四分之三的临近退休家庭，参与了雇主养老金计划或个人退休账户（IRA）。

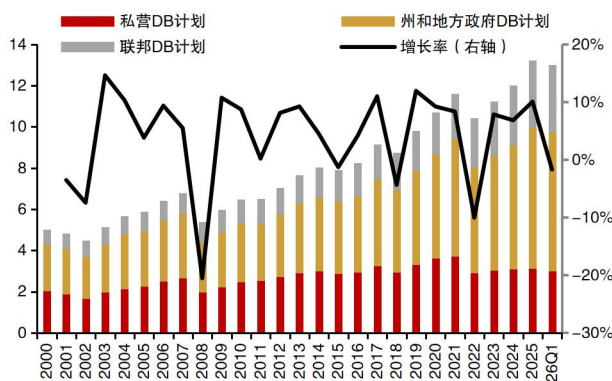
1.2. 第二支柱：雇主主导的 DB 与 DC 计划双轮驱动格局

美国第二支柱养老金计划为雇主主办的职业养老金计划，分为 DB、DC 两大类，是美国养老资产规模最大板块，26Q1 末总规模 26.8 万亿美元（占全美养老金总规模 56.3%），较 2025 年末减少 0.6 万亿美元。

DB 型养老金计划 (Defined Benefit Plans) 承诺在员工退休时支付预先确定的福利，该福利金额通常取决于员工的薪资及在公司的服务年限。美国养老金 DB 型计划可以分为政府 DB 型计划和私营 DB 计划，此类计划的缴费通常由雇主全额承担，但部分计划（尤其是针对政府雇员的计划）也要求员工缴费或允许员工自愿缴费。过去几十年来，确定给付型计划的参与率一直在下降（尤其是在私营部门雇主中）。在积极参与退休计划的家庭中，仅拥有 DB 型养老金计划的家庭比例从 1992 年的 40% 降至 2019 年的 15.8%。但对于政府雇员而言，确定给付型计划仍然是最普遍的计划类型：75% 的政府雇员参与确定给付型计划，而参与 DC 型计划 (Defined contribution plans) 的比例为 19%。

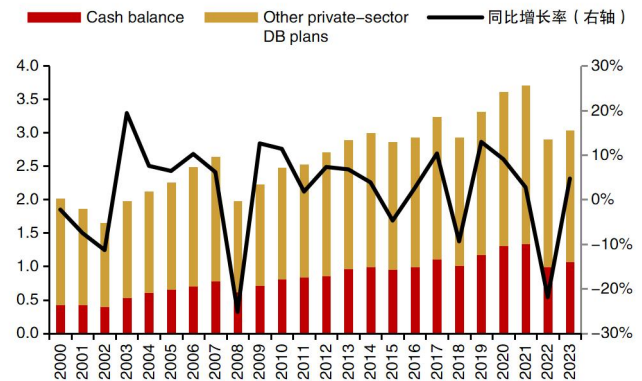
截至 26Q1 末，政府 DB 型计划约 10.0 万亿美元，其中联邦 DB 计划约为 3.2 万亿美元、州和地方政府 DB 计划约为 6.8 万亿美元，私营 DB 计划约 3.0 万亿美元。DB 型计划曾是美国养老金第二支柱的主要模式，但是其需要复杂的精算预测和担保保险，导致管理成本较高，而 DC 型计划依靠税收优惠和更具灵活性等特点，规模逐步提升。

图表 3：美国 DB 型养老金计划规模走势（万亿美元，%）



资料来源：ICI、华源证券研究所

图表 4：美国私营 DB 型养老金计划规模走势（万亿美元，%）



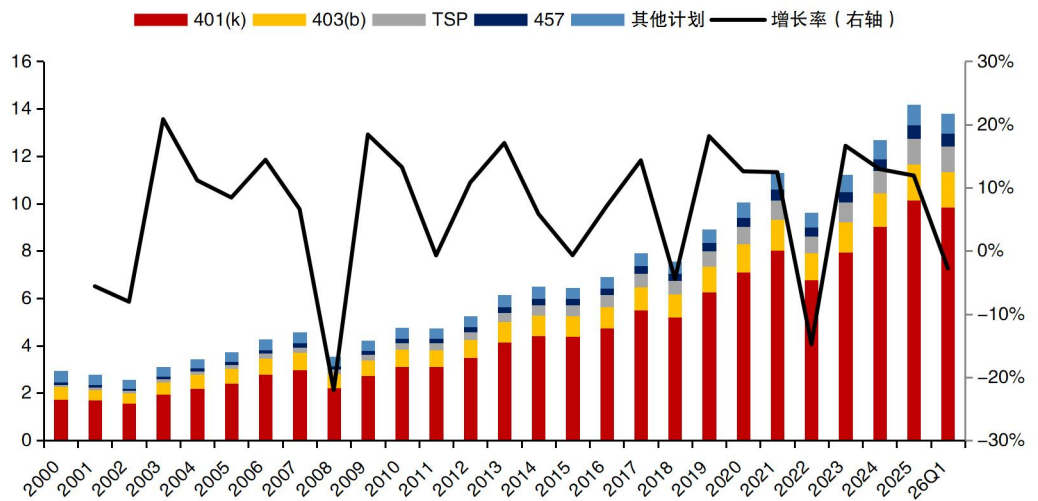
资料来源：ICI、华源证券研究所

DC 型养老金计划 (Defined Contribution Plans) 是由雇员、雇主单方或双方共同向雇员个人养老账户缴存资金的退休保障方案。缴存本金与账户投资增值部分，在资金支取前均可享受递延纳税优惠；账户资产净值则随每期缴存金额、底层投资资产的市值与收益波动。

截至 2020 年，美国有约 39% 的工薪人群参与缴费确定型 (DC) 养老金计划。整体来看，劳动者参与 DC 计划的比例随年龄、收入提升同步走高；其中年收入 10 万美元及以上群体，参与率达到 74.85%。

过去三十年，DC 型计划的资产规模增长速度快于 DB 型计划的资产规模增长速度，DC 型计划在美国第二支柱中的占比从 1994 年的不到三分之一上升到 2026Q1 末的一半以上。DC 型计划包括 401(k) 计划、403(b) 计划、457 计划、联邦节俭储蓄计划 (TSP) 以及其他私营部门的固定缴款计划等。截至 26Q1 末，DC 型计划中规模最大的是 401(k) 计划，为 9.9 万亿美元；第二大的是 403(b) 计划，规模为 1.5 万亿美元。

图表 5: 美国 DC 型计划规模走势 (万亿美元, %)



资料来源: ICI、华源证券研究所

1.3. 第三支柱: 个人退休账户 (IRA) 资产配置趋势

美国养老金第三支柱是个人退休账户 (Individual Retirement Accounts, IRAs), 主要包括传统 IRA 计划、Roth IRA 计划, 以及一些雇主支持型 IRA 计划等。其中传统 IRA 课税方式为 EET 型 (缴款免税, 投资收益免税, 取款需要缴税), Roth IRA 课税方式为 TEE 型 (缴款缴税, 投资收益免税, 取款免税)。

截至 2025H1, 44% 的美国家庭持有 IRA。其中, 传统 IRA 是最常见的类型 (有 33% 的家庭持有传统 IRA), 其次是 Roth IRA (28%) 和雇主发起的 IRA (4%)。持有 IRA 的家庭通常也拥有 DB 或 DC 型养老金。

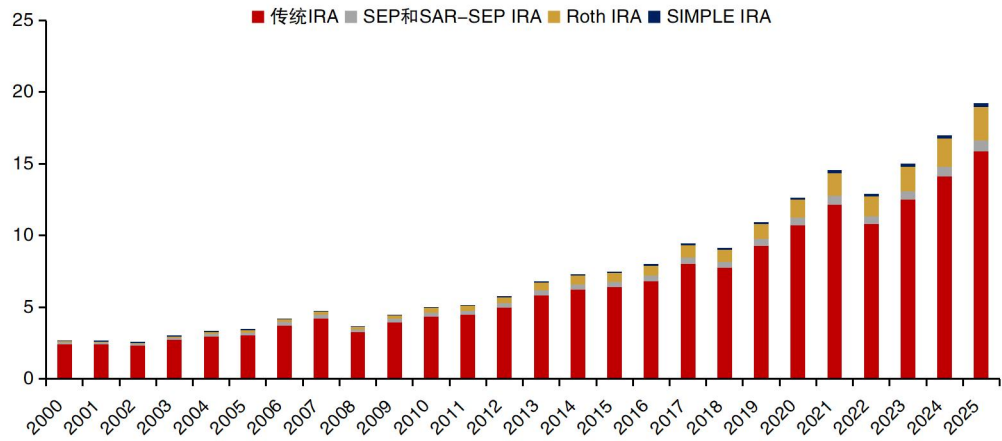
图表 6: IRA 分类与基本情况 (截至 25H1)

IRA 分类	成立时间	拥有各类 IRA 的美国家庭数量 (亿)	拥有各类 IRA 的美国家庭比例
传统 IRA	1974	0.44	32.6%
雇主发起式 IRA	SEP IRA	1978	
	SAR-SEP IRA	1986	0.06
	SIMPLE IRA	1996	4.2%
Roth IRA	1997	0.38	27.8%
合计		0.60	44.2%

资料来源: ICI、华源证券研究所

注: 单个家庭可以拥有多种类型的 IRA

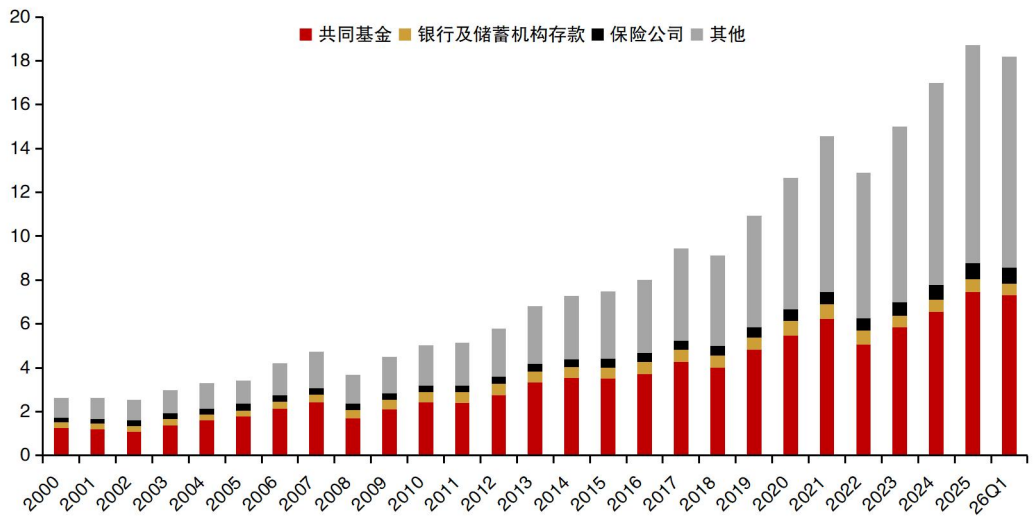
图表 7：美国不同类型 IRA 规模走势（万亿美元）



资料来源：ICI、华源证券研究所

美国个人养老金 (IRA) 的资产配置与收益率呈现出显著的长期结构性变化和风险收益特征。截至 2026Q1 末, IRA 计划的总资产配置中, 约 7.3 万亿美元投向共同基金, 占比 40.2%; 而投向银行及储蓄机构存款和保险公司的资金分别为 0.53 万亿美元 (约 2.9%) 和 0.74 万亿美元 (约 4.0%)。这一配置结构反映了 IRA 从早期以存款为主 (1970 年代占比超 70%) 向权益类资产倾斜的历史趋势。

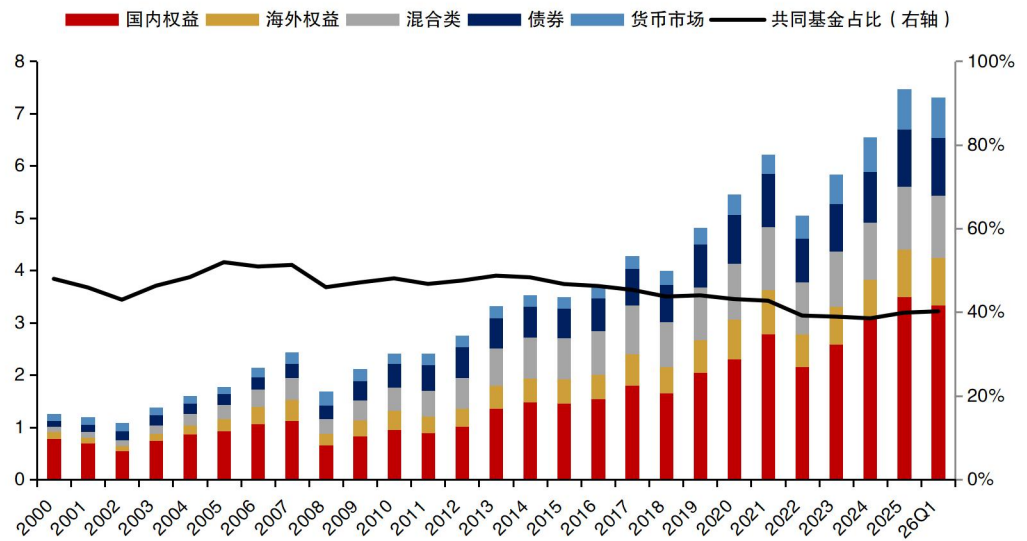
图表 8：按机构类型划分的 IRA 资产 (万亿美元)



资料来源：ICI、华源证券研究所

在共同基金投资中, IRA 的资金偏好呈现明显的权益导向: 截至 2026Q1, 美国国内权益类基金占比 45.7%, 体现美国养老金对本土市场的长期信心; 美国海外权益类基金占 12.3%, 显示全球化配置的能力; 混合型基金 (16.4%) 和债券型基金 (15.0%) 的配置则平衡了风险与收益, 混合型基金结合股票与债券, 通过动态调整适应不同生命周期阶段的风险偏好, 债券型基金提供稳定现金流, 尤其在加息周期中成为避险选择; 货币类基金占比约 10.6%, 或凸显 IRA 作为长期资金的属性, 避免过多配置低收益现金资产。

图表 9：美国 IRA 共同基金资产配置变化（万亿美元）



资料来源：ICI、华源证券研究所

2. DB 型计划：公共养老基金的长期配置策略与收益归因

截至 2025Q4，美国 DB 型养老金计划中规模最大的类别是州和地方政府 DB 计划，根据 Thinking Ahead Institute 的数据，2024 年全球养老基金规模排名前 20 强中，美国多家大型州和地方政府 DB 计划占据重要席位，包括加州公共雇员退休基金（第七名）、加州教师退休基金（第十名）、纽约市退休系统养老金（第十二名）、纽约州共同退休基金（第十四名）、佛罗里达退休系统养老金（第十七名）和德州教师退休系统养老金（第十九名）。我们将主要介绍其中具有代表性的纽约州共同退休基金（NYS Common Retirement Fund）和德州教师退休系统养老金以及他们的资产配置情况。

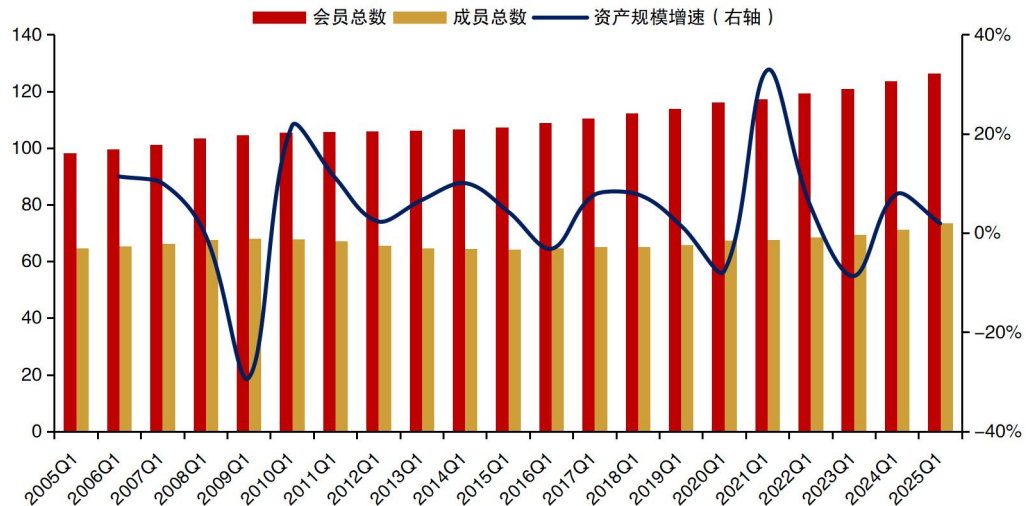
2.1. 纽约州共同退休基金：降权益、增另类的结构转型之路

纽约州共同退休基金（NYS Common Retirement Fund）是美国第五大养老基金，为纽约州和地方退休系统（NYSLRS）成员、退休人员和受益人提供退休保障。纽约州地方退休系统（NYSLRS）管理两个不同的退休制度，包括雇员退休制度（ERS）和警察和消防员退休制度（PFRS）。截至 2026Q1 末，纽约州共同退休基金投资管理规模约 2954 亿美元，为历史新高。截至 2026Q1 末，纽约州共同退休基金的长期预期回报率为 5.9%，其三年期、五年期和十年期的年化回报率分别为 9.74%、6.77% 和 8.94%，2026 年财年中，基金实现了 11.94% 的预估投资回报率。

纽约州地方退休系统的会员总数呈稳步增长趋势，从 2005Q1 末的 98.2 万人一路上行至 2025Q1 末的 126.5 万人，二十年间稳步扩容，仅阶段性增速略有放缓，反映体系覆盖人群持续扩张。截至 2025Q1 末，纽约州和地方退休系统会员总数为 126.5 万人，其中有 73.6 万

成员（ERS 有 69.9 万名成员、PFRS 有 3.7 万名成员）、48.2 万退休人员和 4.7 万受益人。其中成员总数呈现先升后降、近年再度回升的波动特征：2005Q1 至 2009Q1 小幅上行至 68.0 万人阶段性高点，2009Q1 后持续收缩，2015Q1 末回落至 64.3 万人区间低点；2015 年起在职成员规模触底反转，进入持续修复通道，2025Q1 末回升至 73.6 万人，创区间新高。二者走势略有区别，侧面体现退休领取养老金人群持续增加、前期在职参保劳动力阶段性缩减，近几年新增参保职工数量明显回暖。

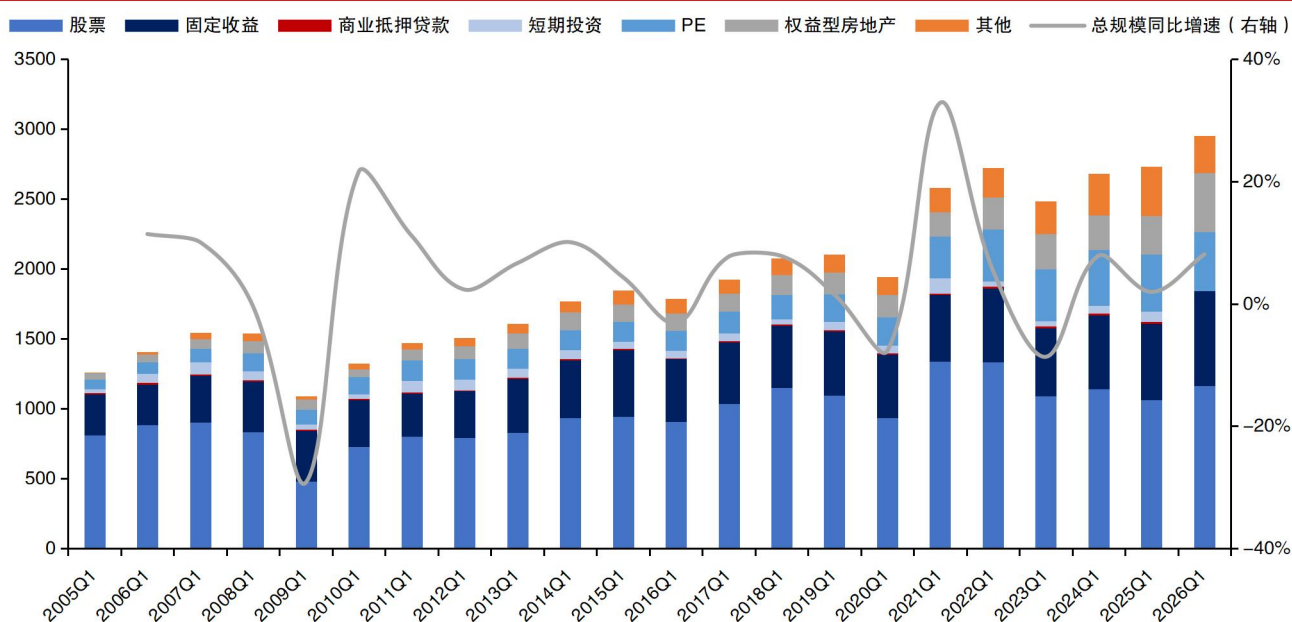
图表 10: NYSLRS 会员数、成员数和资产规模增速的变化趋势（万人，%）



资料来源: Office of the New York State Comptroller、华源证券研究所

从纽约州共同退休基金资产配置变化来看，从总量维度看，基金规模增速高度贴合宏观与资本市场周期，2009Q1 末金融危机期间总规模同比大幅下行 29.2%，是区间内唯一深度负增长阶段；2021Q1 末受益于权益市场影响录得+32.8%的阶段性最高增速，其余年份增速大多维持在-10%~+12%区间波动，2026Q1 末整体同比增速回升至+8.1%。

资产配置层面，股票长期是基金第一大持仓，2009Q1 末受市场冲击缩水至 478.7 亿美元的阶段低点，2021Q1 冲高至 1337.4 亿美元，后续随市场波动有所回落，2026Q1 重回 1163.9 亿美元。传统固定收益资产规模整体保持长期上行趋势，仅金融危机短期小幅回调，对应持仓占比在危机阶段被动抬升至 33.5%的峰值，此后持续震荡下行，2021 年 Q1 后稳定在 18%~20%区间，2026Q1 末固收合并品类规模进一步抬升至 676.5 亿美元（占比 22.9%）。另类资产配置持续扩容是长期核心趋势。私募股权（PE）自 2005Q1 末的 68.3 亿美元持续稳步增长，2026Q1 达 422.4 亿美元。权益型房地产、信贷、机会与绝对回报策略等另类品类早年体量极小，2008 年后逐步加大配置，实物、信贷、对冲类资产规模均实现数倍扩张，2026Q1 口径下整合后的权益地产与其他另类资产规模均显著走高；短期投资则作为流动性缓冲，规模随市场资金面大幅波动，在危机、流动性宽松时期阶段性冲高。整体来看，基金呈现“股票为主、固收压舱、持续增配多元另类资产”的长期配置思路，权益资产决定总量周期波动，固收发挥风险对冲作用，私募、地产、信贷、对冲类另类资产占比持续提升，以此分散单一资本市场波动风险。

图表 11：纽约州共同退休基金资产配置变化（亿美元，%）


资料来源：Office of the New York State Comptroller、华源证券研究所

注：截至 2026 年 6 月 14 日，NYSLRS 暂未发布 2026 财年报告，2026 年数据来自官方通稿，其中固定收益类主要包括其他年份口径中的固定收益类和商业抵押贷款类，权益型房地产类主要包括其他年份口径中的权益型房地产及其他类别中的实物资产，其他类主要包括其他年份口径中的信贷、机会型/绝对回报策略类（已列入其他类别）。

从纽约州地方退休系统的资产配置占比来看，权益类股票长期为组合第一大底仓，但配置中枢持续下移，2005Q1 股票持仓占比高达 64.2%，金融危机期间大幅缩水至 2009Q1 末的 43.9%，后续虽随市场修复有所反弹，但 2021 年后持续回落，2025Q1 末仅 38.9%，2026Q1 末小幅回升至 39.4%，较二十年前配置比例收缩约 24 个百分点。

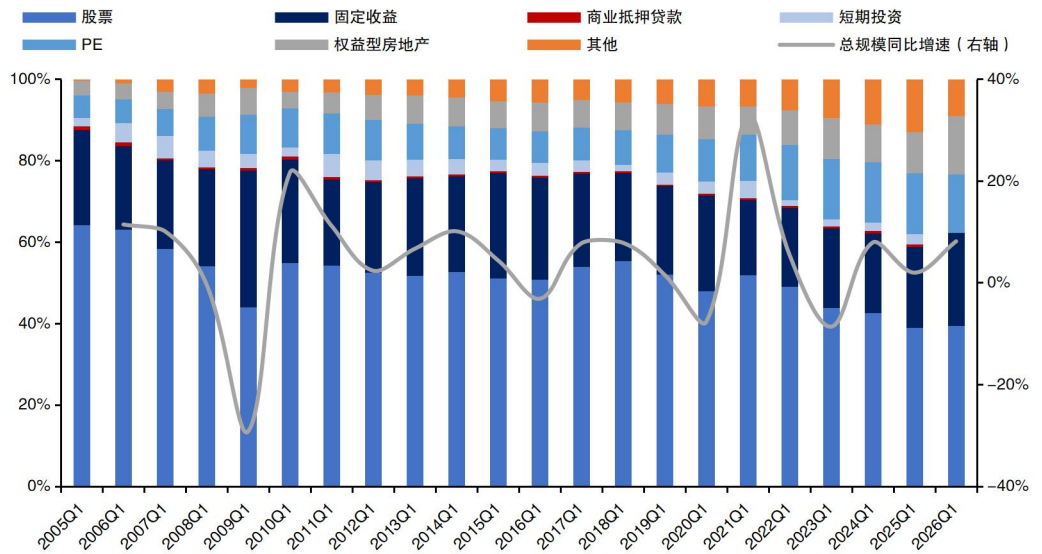
传统固收资产呈现危机被动抬升、中长期稳步下行的特征，2009Q1 受股市大跌被动升至 33.5% 的历史高点，此后持续震荡回落，2021-2025 年稳定在 18%-20% 区间，2026Q1 未合并商业抵押贷款后固收合计占比回升至 22.9%。

另类资产是二十年间持续增配的核心主线，私募股权（PE）配置比例实现长期上行，从 2005Q1 末的 5.4% 稳步抬升至 2023-2025 年近 15% 的中枢区间，2026Q1 末小幅回落至 14.3%；权益型房地产配置占比同样持续扩容，2005Q1 末占比不足 4%，2023-2025 年站稳 10% 附近，2026Q1 末整合实物资产后占比同步达到 14.3%；信贷、对冲策略等其他另类资产配置比例持续走高，2005Q1 末仅 0.4%，2025Q1 末攀升至 12.9%，2026Q1 末口径调整后回落至 9.1%。

流动性工具短期投资整体维持低比例配置，仅在市场波动、流动性收紧时期阶段性小幅提升，对组合结构影响有限。

整体来看，基金长期践行降权益、增配多元另类资产的配置思路，逐步降低公开股票单一市场波动冲击，通过私募股权、不动产、信贷对冲等多类另类资产分散风险，固收则持续发挥组合压舱对冲作用。

图表 12：纽约州共同退休基金资产配置占比变化（%）

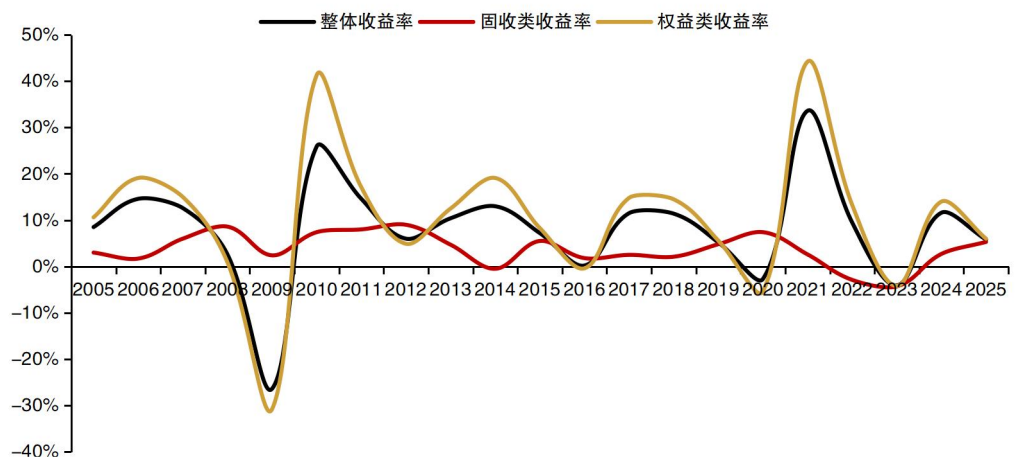


资料来源：Office of the New York State Comptroller、华源证券研究所

注：截至 2026 年 6 月 14 日，NYSLRS 暂未发布 2026 财年报告，2026 年数据来自官方通稿，其中固定收益类主要包括其他年份口径中的固定收益类和商业抵押贷款类，权益型房地产类主要包括其他年份口径中的权益型房地产及其他类别中的实物资产，其他类主要包括其他年份口径中的信贷、机会型/绝对回报策略类（已列入其他类别）。

纽约州共同退休基金在多数年份实现了较好的收益率（本段下述年份指收益率财年，从前一年的 4 月 1 日至当年的 3 月 31 日）。2005–2025 年纽约州共同退休基金权益类资产和固收类资产收益周期性分化特征突出，权益类资产弹性最大、波动最为剧烈，直接主导整体组合年度收益走势，在 2009、2020、2023 年市场下行阶段大幅拖累组合表现，2010、2021 年市场上行阶段贡献极高超额收益。固收类资产收益波动平缓，绝大多数年份实现正回报，在金融危机、全球公共卫生冲击等权益熊市中起到关键对冲作用，仅 2014、2022、2023 年小幅亏损。整体收益率走势与权益资产高度趋同，在 2009 年触底、2021 年创出周期高点，依靠股债多元配置平滑了长期收益波动，但在利率与权益同步承压的年份仍会出现明显收益回调。

图表 13：纽约州共同退休基金资产收益率变化趋势（%）



资料来源：Office of the New York State Comptroller、华源证券研究所

注：横轴年份为财年，从前一年的 4 月 1 日至当年的 3 月 31 日。

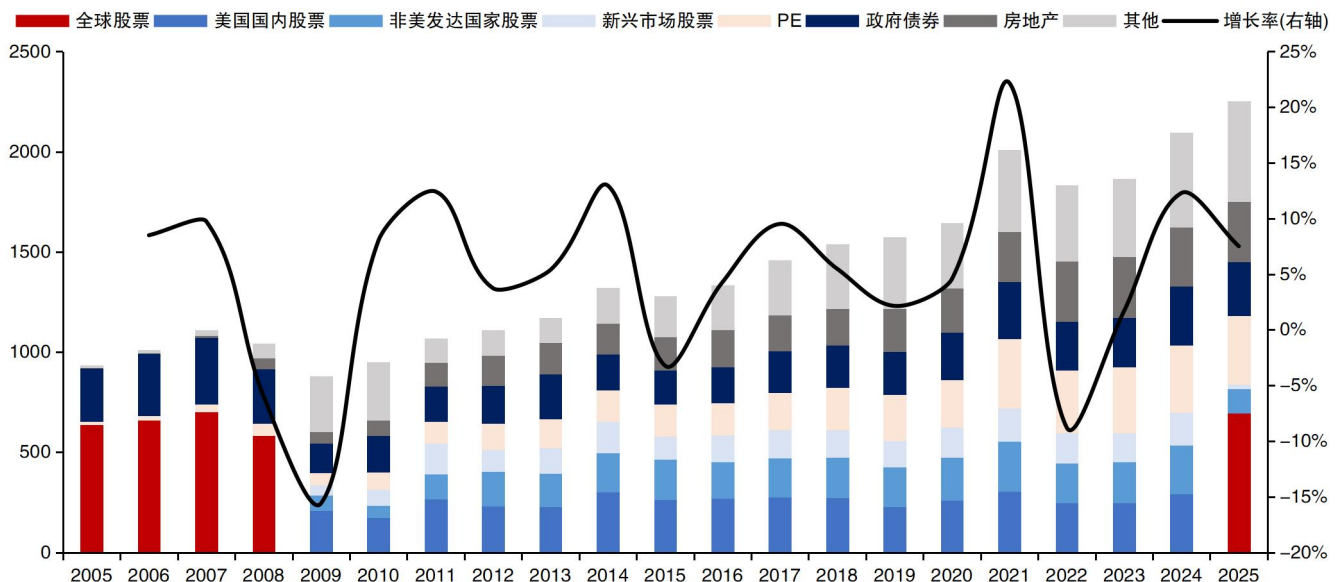
2.2. 德州教师退休系统：公开市场收缩与非公开市场扩容

作为德州最大的公共退休系统，德州教师退休系统（TRS）致力于为全州公立教育工作者提供可靠的退休保障。自1936年德州宪法修正案通过设立全州教师退休系统以来，TRS于次年正式成立，创立当年便吸引了3.8万名符合条件的教师参与；历经近90年发展，截至2025年8月31日，覆盖范围已扩展至全州超210万公立教育从业者，成为保障教育工作者退休安全的核心力量。

德州教师退休系统养老金（TPS）作为DB型养老计划，其退休金通过预设公式计算，资金主要由在职期间成员缴费、州政府拨款及投资收益三部分支撑，确保长期稳定运行。除传统退休金外，德州教师退休系统还逐步承担起医疗保障职责——1949年将会员资格扩展至所有公立教育机构员工，1985年起管理退休人员医疗保险，1995年为在职员工提供同类服务，并于2001年推出覆盖全州公立教育工作者及家属的TRS-ActiveCare计划。截至2025年8月31日，德州教师退休系统管理资产总额约2253亿美元。

德州教师退休系统养老金整体资产增速受权益市场行情影响，2008财年、2015财年、2022财年下行周期录得负增长，2021财年受益于市场行情影响达到+22.18%的增速峰值。政府债券作为核心固收底仓呈现周期波动特征，危机阶段配置抬升，长周期中枢稳步上行，2024财年末达到295.04亿美元阶段高点。长期来看资金持续增配非公开市场另类资产，传统公开股债的配置权重逐步稀释。

图表 14：TRS 资产配置变化趋势（亿美元，%）



资料来源：TRS 官网、华源证券研究所

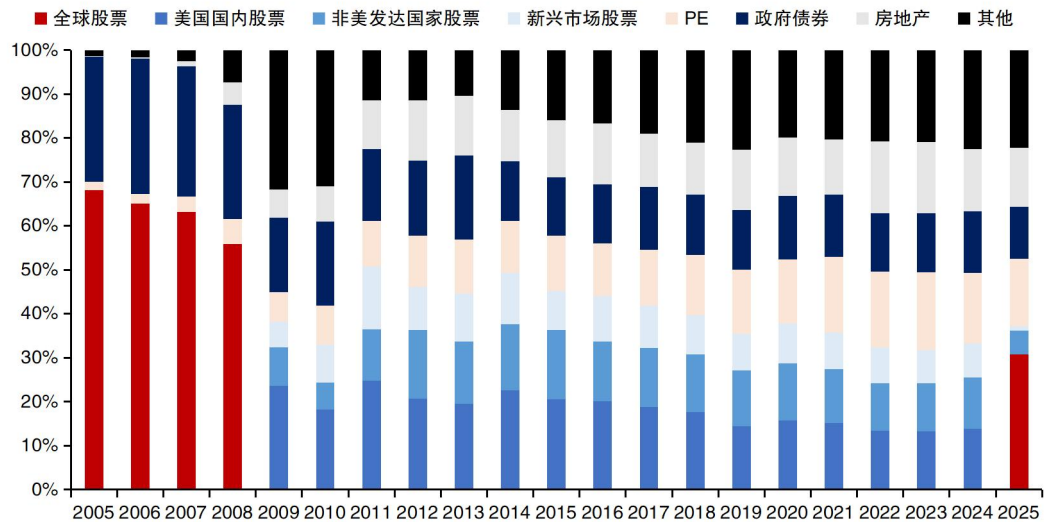
注：横轴年份为财年，TRS 财年截至每年 8 月 31 日

德州教师退休系统资产配置占比来看，资产结构呈现显著的“公开股票中枢持续下行、另类资产配置占比系统性抬升”的长期特征，大类仓位随资本市场周期同步波动。

权益类资产曾是 TSP 绝对核心持仓，2008 财年金融危机后权益仓位大幅跳水至 33%–38% 区间，后续虽随市场修复震荡回升，但长期中枢持续下移，2022 财年末触及 32.4% 阶段低点，2025 财年末小幅回升至 37.2%。政府债券作为传统固收底仓，配置占比整体呈震荡下行态势，由 2006 财年末峰值 30.8% 回落至 2025 财年末 11.8%，对组合的对冲权重持续弱化。

私募股权、房地产两类另类资产实现配置占比长期稳步扩容，私募股权仓位自 2005 财年末的 1.9% 持续抬升至 2023 财年末的 17.7%，2025 财年末小幅回落至 15.3%；房地产占比从不足 0.2% 增长至 13% 以上，成为稳定的多元配置工具。“其他”类资产仓位提升幅度最为突出，2009 财年末阶段性冲高至 31.7%，2020 财年后稳定于 20% 以上，2024 财年末达 22.5%，反映 TSP 长期持续降低单一公开股票集中持仓，持续加大私募、不动产等多元化另类资产布局，整体配置结构逐步走向均衡化、非公开市场化。

图表 15: TRS 资产配置占比变化趋势 (%)

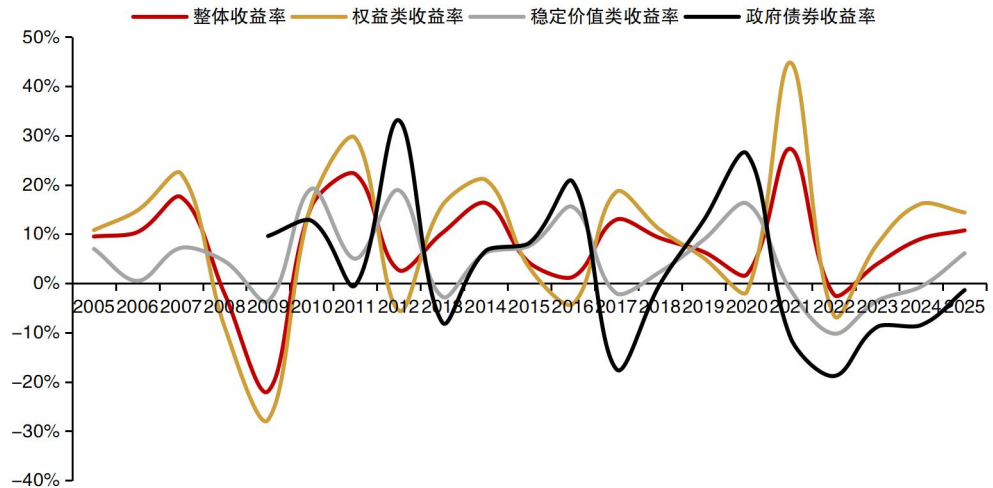


资料来源: TRS 官网、华源证券研究所

注: 横轴年份为财年, TRS 财年截至每年 8 月 31 日

德州教师退休系统 2005 年至 2025 年整体年化收益率为 7.4% (本段年份指收益率财年, 每年收益率统计周期为上一年 7 月 1 日至当年 6 月 30 日), 整体呈现显著周期性波动: 收益率在 2005–2007 年高速增长 (年均收益率超 12%), 2008 年金融危机期间大幅回撤 (收益率-2.1%), 2020 年公共卫生事件冲击下再创新低 (收益率+1.8%), 随后逐步恢复。权益类资产波动最大 (2021 年收益率达 44.8% 峰值), 稳定价值类资产具备平滑波动的防御属性, 极端熊市阶段回撤幅度远小于权益资产, 2008 年仍实现 4.5% 正收益, 但近年略有承压 (2022 年收益率-10.2%)。长期来看, TSP 组合收益由权益资产主导, 稳定价值资产用于对冲市场极端下行风险, 但近年防御资产的收益平滑效果有所下降。

图表 16: TRS 资产收益率变化趋势 (%)



资料来源：TRS 官网、华源证券研究所

注：横轴年份为财年，每年收益率统计周期为上一年7月1日至当年6月30日

3. DC 型计划：市场化运作机制、工具迭代与制度创新

综合美国主流 DC 型养老计划发展现状来看，401(k)、403(b)、TSP 三大核心品类分层格局清晰，其中 401(k)计划凭借适配企业用工体系、配套机制完善等优势占据绝对主导地位，403(b)计划聚焦公立教育、非营利机构专属客群，TSP 针对于文职人员和军职人员。

长周期来看，2000–2025 年美国 DC 计划共同基金总资产持续扩容，大类资产配置完成结构性迭代，逐步从早期重仓本土权益的单一配置模式，转向境内外权益、股债基金、目标日期混合产品、另类资产多元均衡布局；同时 401(k)与 403(b)计划呈现显著差异化配置特征，401(k)以公募股债、目标日期基金为核心配置，403(b)保留固定年金特色底仓，避险属性更强。

从计划分层规律来看，资产规模、参保人数直接决定计划投资偏好、工具选择与机制落地节奏：小微计划依赖一站式目标日期产品、保本类资产，投资决策轻量化；大型计划配置自由度更高，加大另类资产布局、被动指数基金渗透率显著抬升。

此外，自动参保、雇主缴费两大制度设计，有效扩容计划参与规模、增厚资金流入，且制度落地、配套缴存力度均与计划体量高度相关，雇主缴费长期稳定贡献三成以上缴存资金，成为大型 DC 计划资金扩容的重要支撑。

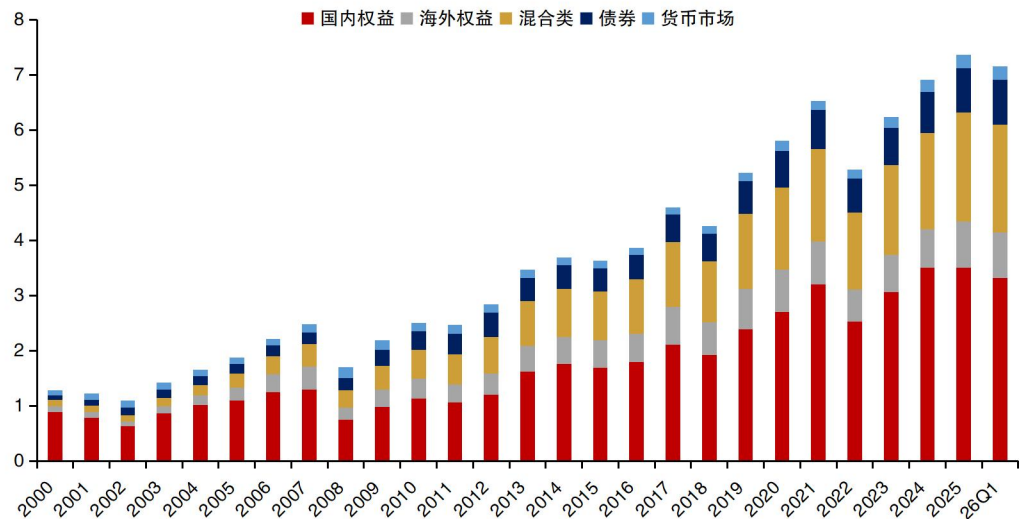
从美国养老金 DC 型计划共同基金资产配置来看，**美国国内权益基金**始终是 DC 计划共同基金的第一大持仓，2000 年末规模仅 0.88 万亿美元，随美股结构性行情及资金的流入持续扩张至 2021 年 3.20 万亿美元，2022 年市场回调回落至 2.52 万亿美元，后续再度修复，26Q1 末录得 3.31 万亿美元，是拉动整体共同基金规模扩容的核心驱动力；**海外权益基金**体量整体稳步抬升，2000 年末规模 0.12 万亿美元，2026Q1 末达 0.84 万亿美元，仅在部分时期阶段性收缩，海外分散配置需求持续释放。**混合类基金**增长弹性最强、持续性最优，依托目标日期基金的普及，规模自 2000 年末 0.11 万亿美元上行至 2026Q1 末的 1.94 万亿美元，

即便在 2008、2022 年两轮市场下行周期回撤幅度也相对有限，成为养老资金增量配置的核心方向之一。

债券基金呈现平稳慢增特征，几乎未出现深度缩水，规模由 2000 年末 0.08 万亿美元逐年抬升至 26Q1 末的 0.82 万亿美元，作为对冲权益波动的底仓资产发挥稳定作用。**货币市场基金**作为流动性缓冲工具整体体量小幅上行，仅在市场恐慌时期阶段性冲高，26Q1 末规模 0.24 万亿美元，长期在组合中占比偏低。

整体来看，美国 DC 型养老金共同基金资产扩张由权益资产主导，均衡混合产品长期持续吸纳增量资金，固收、货币市场工具仅作为逆周期防御配置，二十五年间养老资产配置逐步走向均衡化。

图表 17：美国养老金 DC 型计划共同基金资产配置变化（万亿美元）

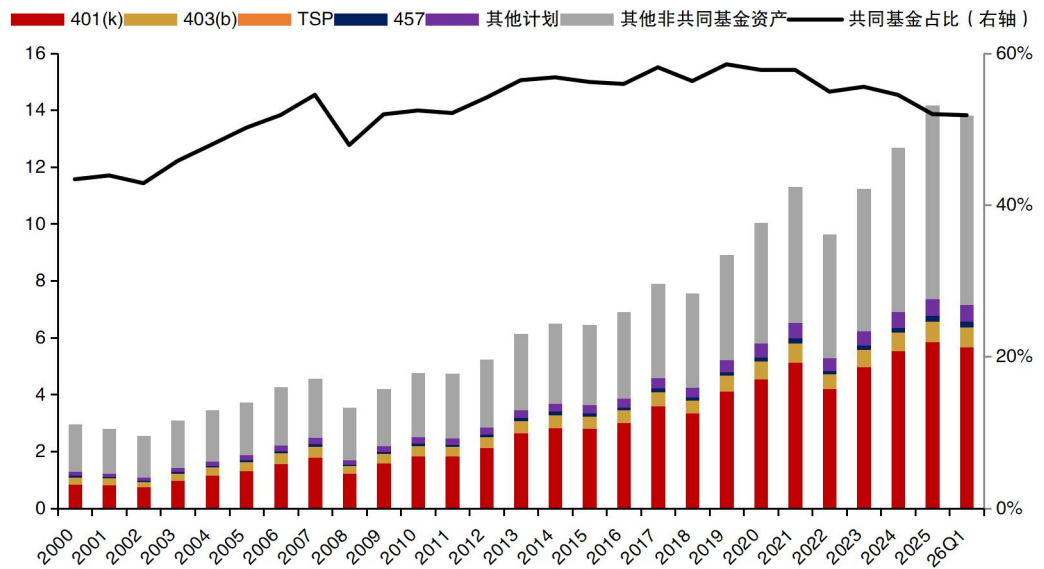


资料来源：ICI、华源证券研究所

美国各类 DC 型养老金计划共同基金资产规模整体扩容显著。从品类结构来看，401(k) 计划投资的共同基金规模始终占据绝对主导地位，资产规模由 2000 年末的 0.83 万亿美元稳步增长至 2026Q1 末的 5.68 万亿美元，在 2002 年、2008 年金融危机、2022 年等年份资本市场下行阶段出现阶段性缩量，体量远超其余各类 DC 计划投资的共同基金资产规模。403(b) 计划、其他养老计划规模走势趋同，保持稳健低速增长，2026Q1 末规模分别达 0.70 万亿美元、0.58 万亿美元，457 计划体量最小，二十余年小幅扩容，2026Q1 末仅 0.20 万亿美元。

资产结构层面，DC 型养老金计划共同基金配置占比呈现先升后降走势，2019 年末触及 58.5% 区间峰值，2026Q1 回落至 51.8%，反映美国 DC 型养老金计划资产配置逐步多元化，共同基金配置权重略有弱化。

图表 18：美国养老金不同 DC 型计划共同基金资产配置规模（万亿美元）



资料来源：ICI、华源证券研究所

3.1.401(k)计划：美国企业年金的主流范式与配置均衡化

401(k)退休福利计划，创立于1981年，是一种DC型延后课税的退休金账户计划，美国政府将相关规定明订在国税法第401(k)条中，故简称为401(k)计划。401(k)计划在美国养老金DC型计划中的规模占比从1994年的48.5%逐步提高到2026Q1末的71.4%。

3.1.1.401(k)资产配置情况：权益底仓稳固与目标日期基金(TDF)的崛起

从401(k)计划投向共同基金的各项资产规模变化来看，五大品类资产整体长期保持扩容，但在2008年金融危机、2022年美股调整两轮周期中同步出现明显回撤，权益类基金始终是401(k)共同基金配置的绝对主力。

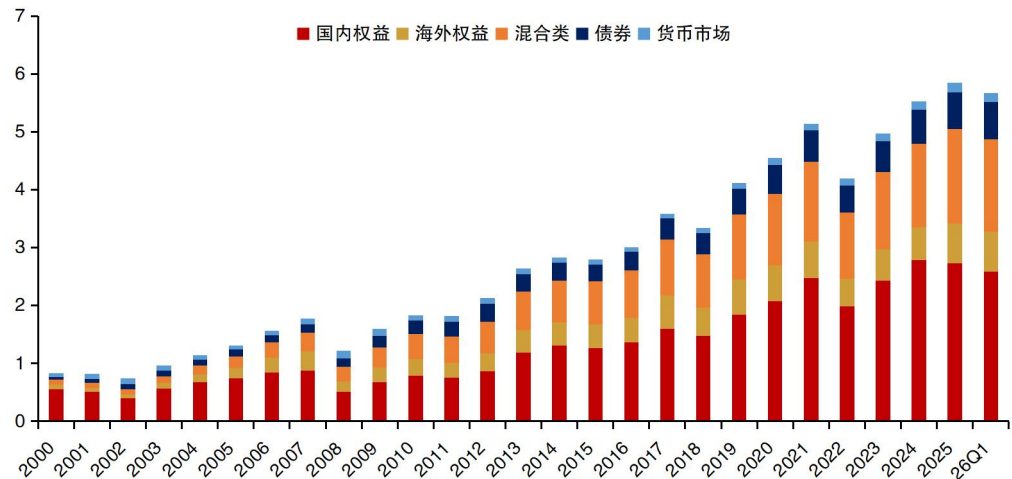
分资产类别来看，美国国内权益基金规模波动弹性最强，2000年末仅0.56万亿美元，2007年市场结构性行情中冲高至0.88万亿，2008年市场大跌后缩水至0.52万亿，后续随“长牛”持续扩张，2024年末达到阶段峰值2.78万亿，2025年随市场回调小幅回落至26Q1末的2.59万亿美元；海外权益基金与境内权益走势高度协同，体量同步稳步抬升，2026Q1末规模达0.68万亿美元，分散海外市场风险的配置需求持续提升。混合类基金（以目标日期基金为核心）增长持续性突出，在2008、2022等年份有小幅缩量，自2000年末的0.08万亿美元一路增长至2026Q1末的1.60万亿美元，是近二十年间401(k)参与者增量资金的核心流向之一。

债券基金呈现平稳慢增特征，绝大多数年份未出现大幅缩水，规模从2000年0.05万亿美元持续上行至2026Q1末的0.64万亿美元，作为底仓对冲权益波动的配置价值长期稳定。

货币市场基金作为流动性缓冲工具，整体规模中枢温和抬升，周期波动具备逆市场属性，2008、2022 年权益市场下行阶段均出现阶段性规模冲高，2026Q1 末规模达 0.16 万亿美元。

整体来看，401(k)共同基金资产扩张高度依赖权益市场行情，居民养老资金长期增配权益、一站式混合均衡产品，债券、货币基金作为防御性底仓稳步扩容，形成“权益为主、混合增量、固收现金对冲波动”的长期配置格局。

图表 19：美国 401(k) 计划共同基金资产配置及规模走势（万亿美元）



资料来源：ICI、华源证券研究所

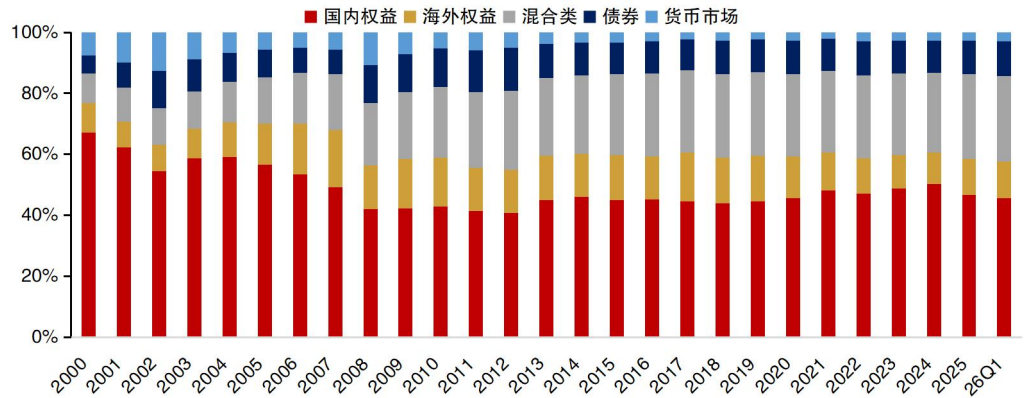
从各类资产配置占比来看，21 世纪以来，二十五年间 401(k)计划共同基金大类资产配置中枢发生持续性结构性变迁，混合类产品占比长期上行，纯权益内部结构分化、固收与货币类资产则整体维持相对稳定的防御配置仓位。

2000 年末美国国内权益基金为绝对核心持仓，配置占比高达 67.1%，伴随混合类目标日期产品普及，国内权益配置中枢持续回落，2008 年末触及 42.1%阶段性低点，2013 年后震荡修复至 45%–50%区间，2026Q1 末回落至 45.6%；海外权益配置占比呈现先升后降走势，2008 年冲高至 18.7%后逐步收缩，近年稳定在 10%–15%区间。混合类基金是配置结构中提升最显著的品类，占比自 2000 年 9.9%持续抬升，2012 年后站稳 25%以上中枢，2026Q1 末达 28.2%，反映一站式标准化养老配置方案持续受到 401(k)参保人群青睐。

债券基金作为组合对冲底仓，占比呈周期波动特征，危机阶段被动抬升、市场平稳期维持 10%–11%的中枢水平，长期未出现趋势性扩张。货币市场基金作为流动性缓冲工具，配置比例长期下行，由 2002 年末 12.5%的阶段高点回落至近年 2%–3%区间，常规环境下配置价值较低。

整体来看，美国 401(k)共同基金资产配置呈现显著“均衡化”特征，投资者逐步降低单一境内股票集中持仓，持续增配自带股债均衡属性的混合目标日期产品，债券基金、货币市场基金仅作为逆周期防御工具小幅配置，长期养老资金的风险持续分散化。

图表 20：美国 401(k) 计划共同基金资产配置占比变化情况



资料来源：ICI、华源证券研究所

从不同资产规模的 401(k) 计划资产配置比例分析，截至 2023 年末，从底层持仓结构来看，权益型基金是全规模档位 401(k) 计划最核心配置资产，全样本内国内股票基金、海外股票基金平均配置占比分别达 35.3%、6.3%。

细分资产维度，小型计划高度依赖目标日期基金，资产规模 100 万美元以下计划中目标日期基金配置比例高达 58.5%，随着计划资产扩容至 10 亿美元以上，该品类配置占比大幅回落至 28.1%，非目标日期基金同步持续收缩。固定收益类产品配置占比随计划规模小幅上行，国内债券基金配置区间自小型计划 4.3% 抬升至十亿级大型计划的 6.0%，海外债券基金全档位配置比例均不足 1%，配置价值偏低。货币基金、担保投资合约（GIC）在各规模档位配置比例整体维持 1%–5.5% 窄幅区间波动。十亿以上头部计划“其他资产”配置显著抬升至 16.5%，反映大型计划资产配置多元化程度更高。

指数基金在全档位渗透率均维持在 38.5%–49.4% 的高位区间，全样本平均占比 46.3%，是 401(k) 参与者偏好的主流投资工具。

综合来看，小规模 401(k) 计划投资者更倾向于选择一站式目标日期产品，头部大型计划则自主资产配置空间更大，增配纯权益、固收及另类资产，被动指数化投资在全规模计划中均得到广泛应用。

图表 21：不同资产规模的 401(k) 计划资产配置比例 (%)

计划资产规模	国内权益基金	海外权益基金	目标日期基金	非目标日期混合型基金	国内债券基金	海外债券基金	货币基金	GICs	其他	指数
\$1M 以下	20.8	6.2	58.5	4.5	4.3	0.7	1.6	2.0	1.5	49.4
\$1M 至\$10M	27.9	5.7	48.5	5.6	5	0.3	1.3	4.4	1.3	40.3
\$10M 至\$50M	33.5	6.1	41.3	4.6	5.5	0.2	1.3	5.1	2.4	38.5
\$50M 至\$100M	35.3	6.1	39	3.3	5.7	0.2	1.3	5.5	3.5	39.0
\$100M 至\$250M	35.7	6.0	39.3	2.6	5.7	0.1	1.2	5.4	3.9	41.0
\$250M 至\$500M	35.9	5.9	39.1	2.3	5.9	0.1	1.2	5.1	4.5	42.0
\$500M 至\$1B	35.4	5.5	40.0	1.8	5.7	0.1	1.2	4.9	5.4	45.6
\$1B 以上	35.7	6.6	28.1	1.1	6	0.1	1.2	4.7	16.5	49.3
整体	35.3	6.3	32.8	1.8	5.8	0.1	1.2	4.9	11.6	46.3

资料来源：ICI、华源证券研究所

注：上述分析样本取自美国劳工部 2023 年度 Form 5500 调研数据库中的样本 401(k) 计划

从不同参保人数的 401(k) 计划资产配置比例分析，截至 2023 年末，分品类来看，国内权益基金在各档位配置比例稳定维持 35%–37.6% 区间，海外权益基金占比均落在 5.8%–6.6% 窄幅区间，参保人数规模对纯权益配置中枢影响较弱。混合型基金中目标日期产品配置占比随参保人数扩张先升后降，参保人数 500–999 人的中等规模计划目标日期基金占比达 39.3%，万人以上大型计划回落至 28.5%。非目标日期平衡基金则随计划参保规模持续收缩，万人以上档位仅 1.0%。固收类资产配置保持高度稳定，国内债券基金各档位占比集中在 5.7%–5.9%，海外债券基金全线在 0.2% 及以下，配置需求极低。货币基金、担保投资合约（GIC）作为流动性底仓，在全部档位维持 1%–5.3% 的小幅配置。另类及其他资产配置力度与计划参保规模呈正比例，万人以上超大型计划“其他”品类配置比例大幅抬升至 17.1%，多元化配置特征突出。

指数基金渗透率随参保人数整体走高，5000 人以下中小型计划指数基金占比约 38%–43%，5000 人以上中大型计划升至 49%–51% 区间，被动投资工具在大规模计划中应用更为广泛。

整体而言，参保人数偏少的中小型 401(k) 计划参与者更偏好一站式目标日期基金简化配置，参保规模更大的计划投资选择更为多元，主动拆分股、债、另类资产自主配置，指数化投资普及度同步提升。

图表 22：不同参保人数的 401(k) 计划资产配置比例 (%)

计划参保人数	国内权益基金	海外权益基金	目标日期基金	非目标日期混合型混合型基金	国内债券基金	海外债券基金	货币基金	GICs	其他	指数
少于 100	37.6	6.5	33.1	4.6	5.8	0.2	1.8	5.2	5.1	38.3
100 至 499	35.9	6.4	36.3	4.5	5.9	0.2	1.5	5.1	4.1	37.9
500 至 999	35.8	6.0	39.3	3.1	5.8	0.2	1.3	5.2	3.3	40.5
1000 至 4999	36.0	5.9	38.0	2.2	5.7	0.2	1.3	5.1	5.7	43.0
5000 至 9999	35.1	5.8	36.5	1.4	5.8	0.2	1.3	5.3	8.6	50.2
10000 以上	35.0	6.6	28.5	1.0	5.9	0.1	1.1	4.7	17.1	49.1
整体	35.3	6.3	32.8	1.8	5.8	0.1	1.2	4.9	11.6	46.3

资料来源：ICI、华源证券研究所

注：上述分析样本取自美国劳工部 2023 年度 Form 5500 调研数据库中的样本 401(k) 计划

3.1.2. 401(k) 自动参保机制 (Automatic 401(k))

自动参保机制是 401(k) 计划产品设计层面的重要革新，目前已被大量计划设立主体采纳。雇主可设置规则，将员工默认纳入 401(k) 养老计划，同时预设初始缴存比例与标准投资方案，员工若无主动调整申请，便沿用这套默认规则；员工也可自主选择退出计划、修改缴存比例或更换投资组合。

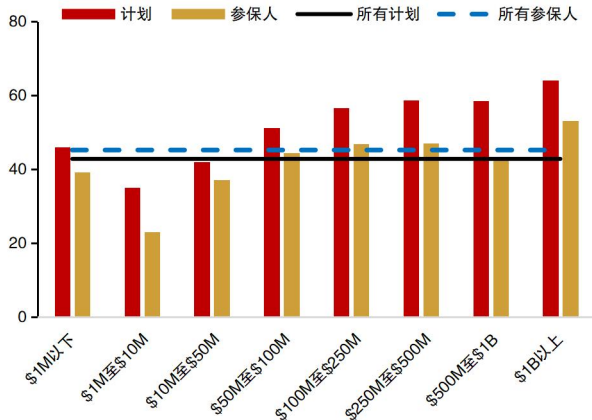
从实践情况看，资产规模更大的 401(k) 计划，落地自动参保机制的概率显著更高。行业以雇主在 2023 年度 5500 申报表 (Form 5500) 中是否填报该功能，作为判断计划是否配备自动参保机制的依据。

资产规模不足 100 万美元的小型计划中，仅 35.1% 的计划开通自动参保，对应参保人群占比仅 23.0%；随着管理资产扩张，自动参保计划占比持续上行，资产规模超 10 亿美元的头部计划渗透率达到区间峰值 64.1%，该档位内参与自动参保机制的职工占比也升至 53.1%。分档来看，资产 1 亿美元至 10 亿美元区间的计划自动参保比例在 56.6%–58.8%，处于较高水平；仅参与人占比未随资产规模单调上涨，中等规模档位（500 万–10 亿美元）的参与人群渗透率集中在 42%–47% 区间。

雇主配套缴存的普及度与计划参保人数呈现先升后降的特征。参保规模 100 人以内、100–499 人的小型计划配套供款渗透率偏低，配套计划占比分别为 41.5%、40.8%，对应参保人群覆盖比例约 41.6%、41.9%；随着参保职工规模扩张至 500–999 人区间，配套机制落地比例抬升至 45.6%；1000–9999 人中等规模计划配套渗透率达到全样本峰值，其中 1000–4999 人、5000–9999 人档位配套计划占比分别为 50.0%、50.8%，对应参保人员覆盖率同步升至 51.1%；参保人数万人以上的超大型计划渗透率小幅回落，配套计划占比降至 46.6%，参保人群覆盖比例回落至 42.8%。

综合全部 401(k) 计划样本，42.8% 的计划设置雇主配套缴存政策，该类计划合计覆盖 45.2% 的全体参保职工，反映中等规模企业落地雇主养老配套福利的意愿最强，小微、超大型企业配套供给力度相对偏弱。

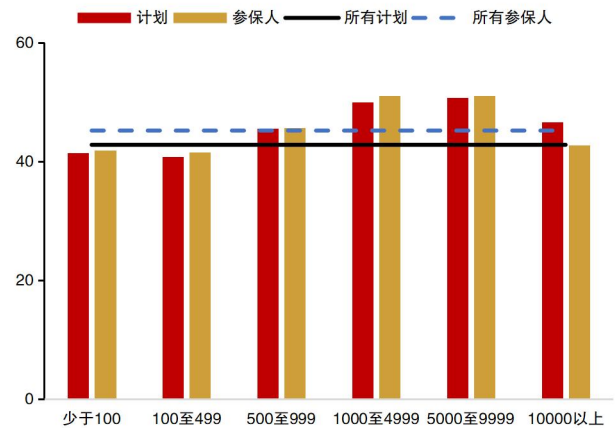
图表 23：2023 年末不同资产规模的 401(k) 计划的自动参保渗透率 (%)



资料来源：ICI、华源证券研究所

注：上述分析样本取自美国劳工部 2023 年度 Form 5500 调研数据库中的样本 401(k) 计划

图表 24：2023 年末不同参保人数的 401(k) 计划的自动参保渗透率 (%)



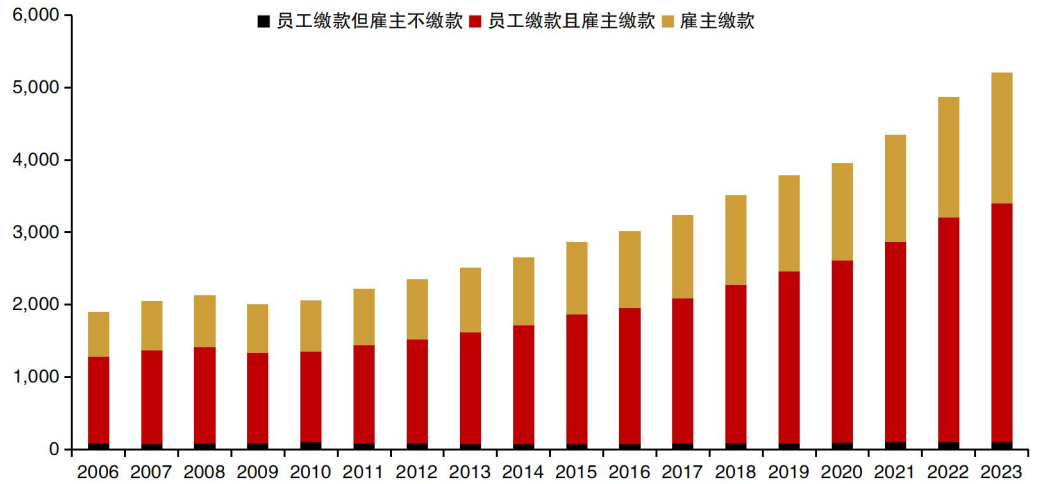
资料来源：ICI、华源证券研究所

注：上述分析样本取自美国劳工部 2023 年度 Form 5500 调研数据库中的样本 401(k) 计划

3.1.3. 401(k) 计划资金缴存结构分析

雇主配套缴款是大型 401(k) 计划资金流入的重要组成部分。2023 年，样本 401(k) 计划中雇主与员工合计缴存总规模里，雇主配套供款达 1810 亿美元，占比 35%。近十余年来雇主配套供款在总缴存额中的占比保持相对稳定，2006 至 2023 年间该比例始终维持在 33%–36% 区间。

图表 25：401 (k) 计划雇主与员工缴存规模（亿美元）



资料来源：ICI、华源证券研究所

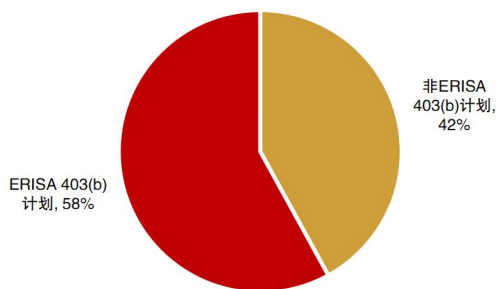
注：上述分析样本取自美国劳工部 2023 年度 Form 5500 调研数据库中的样本 401 (k) 计划

3.2. 403 (b) 计划：非营利机构的专属方案与特色配置

403(b)计划是由雇主发起的 DC 型计划，公立中小学、高等院校、非营利机构及教会组织的员工可将薪资中部分资金递延纳税存入该计划。

403(b)计划多缺乏统一完整的申报披露机制，其中部分计划受《雇员退休收入保障法》(ERISA) 约束，这类计划需通过 5500 表格完成全面申报，其余计划则不受该法案管控。截至 2022 年末，受《雇员退休收入保障法》监管的 403(b)计划资产，占当年全部 403(b)计划预估总资产的 58%。

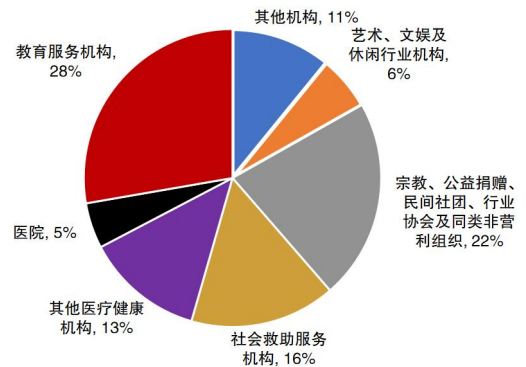
图表 26：ERISA 403 (b) 计划规模占比情况



资料来源：ICI、华源证券研究所

注：上述分析样本取自美国劳工部 2022 年度 Form 5500 调研数据库中的样本 403 (b) 计划

图表 27：403 (b) 计划雇主行业分布情况（按计划数量）



资料来源：ICI、华源证券研究所

注：上述分析样本取自美国劳工部 2022 年度 Form 5500 调研数据库中的样本 403 (b) 计划

3.2.1. 403 (b) 资产配置情况：固定年金底仓与指数化投资的规模呈正比例

从不同资产规模的 403(b)计划资产配置比例分析,资产体量越小的 403 (b)计划对目标日期基金依赖度越高,随着计划资产扩容,目标日期基金的配置占比呈现先降后升的特征,国内权益基金配置中枢整体抬升。指数基金渗透率与计划资产规模呈正比例,十亿级头部 403(b)计划被动指数产品配置比例接近五成,投资多元化程度显著高于小型计划。

截至 2022 年末,资产规模不足 100 万美元的小型计划高度依赖目标日期基金,配置占比达 47.6%;随着管理资产扩容,目标日期基金配置占比整体先下行,5000 万-10 亿美元档位配置比例维持 27.6%-32.5%区间,10 亿美元以上头部计划再度抬升至 35.1%。美国国内权益基金配置中枢随资产规模扩张稳步上行,小型计划仅 25.0%,中等规模计划稳定在 33%左右,千亿级大型计划小幅回落至 30.3%;海外权益基金全档位配置比例维持 5.6%-7.0%窄幅区间,波动幅度有限。固定年金是 403(b)区别于 401(k)的特色配置,占比随资产规模持续抬升,1 亿-5 亿美元规模计划最高配置比例达 19.6%;美国国内债券基金配置比例集中在 4.6%-6.4%,海外债券基金全线在 0.2%及以下。

指数基金渗透率与计划资产规模呈正比例,十亿以上计划指数基金占比达 46.9%,远高于百万级小型计划的 25.1%,大型计划被动投资工具应用更为广泛。

图表 28: 不同资产规模的 403(b)计划资产配置比例 (%)

计划资产规模	国内权益基金	海外权益基金	目标日期基金	非目标日期型混合型基金	国内债券基金	海外债券基金	货币基金	固定年金	其他	指数
\$1M 以下	25	5.6	47.6	4.6	4.6	0.2	2.2	9.3	0.9	25.1
\$1M 至\$10M	28.7	5.6	39.3	4.6	5.6	0.2	1.8	12.6	1.5	30.7
\$10M 至\$50M	32.9	6.7	30.5	2.1	6.1	0.2	1.7	17.1	2.9	29.3
\$50M 至\$100M	33.2	6.9	29	1.3	5.7	0.1	1.6	18.6	3.6	30.2
\$100M 至\$250M	33.7	6.9	27.6	0.9	5.9	0.1	1.6	19.6	3.7	28.0
\$250M 至\$500M	33	7.0	27.7	0.9	6.4	0.2	1.4	18.7	4.7	30.0
\$500M 至\$1B	33.2	6.2	32.5	1.2	5.8	0.1	1.7	15.6	3.5	36.0
\$1B 以上	30.3	5.8	35.1	1.2	4.9	0.1	1.9	15.1	5.7	46.9
整体	31.7	6.2	32.5	1.3	5.4	0.1	1.8	16.4	4.6	38.8

资料来源:ICI、华源证券研究所

注:上述分析样本取自美国劳工部 2022 年度 Form 5500 调研数据库中的样本 403(b)计划

从不同参保人数的 403(b)计划资产配置比例分析,参保职工规模越大的 403 (b)计划,目标日期基金、指数基金配置比例越高,而风险属性更低的固定年金配置占比持续走低,配置风格更偏向标准化均衡投资。小微参保规模计划自主配置纯权益资产的比例更高,万人以上大型计划则更多依靠一站式目标日期产品简化投资,两类分层维度下债券、货币基金仓位长期保持稳定。

截至 2022 年末,参保人数百人以内的小微计划国内权益配置比例高达 36.6%,万人以上超大型计划回落至 29.2%。目标日期基金配置占比随参保人数单调抬升,百人以下计划仅 21.1%,万人以上计划大幅增至 38.5%,员工规模越大,标准化养老产品认可度越高。固定年金配置比例与参保人数反向变动,百人以内小微计划年金占比 21.6%,万人以上大型计划降至 12.8%,小规模机构更偏好年金类保本工具。债券、货币基金配置在各参保规模档位保持稳定,国内债券基金占比集中于 4.9%-5.9%。

指数基金渗透率随参保规模持续走高，万人以上计划指数基金占比达 49.2%，反映大型计划投资工具选择更加丰富，被动化投资普及度显著提升。

全样本口径下，403(b)计划国内权益、海外权益、目标日期基金平均配置占比分别为 31.7%、6.2%、32.5%，固定年金平均配置 16.4%，指数基金整体渗透率 38.8%。

图表 29：不同参保人数的 403(b) 计划资产配置比例 (%)

计划参保人数	国内权益基金	海外权益基金	目标日期基金	非目标日期型混合型基金	国内债券基金	海外债券基金	货币基金	固定年金	其他	指数
少于 100	36.6	6.8	21.1	1.7	5.9	0.1	2.3	21.6	3.8	24.5
100 至 499	34.4	7.0	25.7	1.6	5.7	0.1	1.7	20.2	3.6	26.4
500 至 999	33.4	6.6	25.4	1.1	5.7	0.2	1.5	22	4.1	27.7
1000 至 4999	33.2	6.2	29	1.1	5.8	0.1	1.8	18.5	4.2	33.1
5000 至 9999	32.9	6.6	31.4	1.1	5.9	0.1	1.9	16.3	4.0	35.9
10000 以上	29.2	5.8	38.5	1.4	4.9	0.1	1.8	12.8	5.5	49.2
整体	31.7	6.2	32.5	1.3	5.4	0.1	1.8	16.4	4.6	38.8

资料来源：ICI、华源证券研究所

注：上述分析样本取自美国劳工部 2022 年度 Form 5500 调研数据库中的样本 403(b) 计划

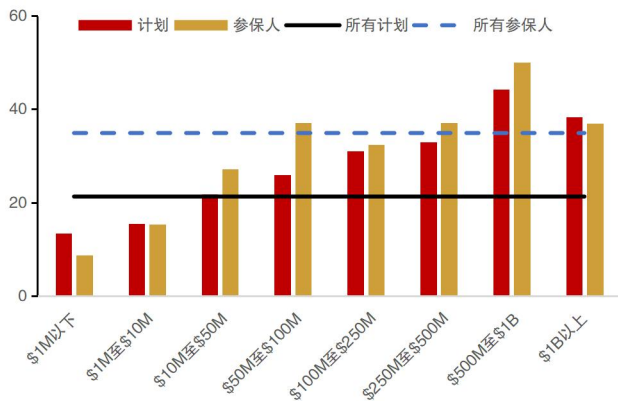
3.2.2. 403(b) 自动参保机制

自动参保机制是 ERISA 框架下 403(b)计划设计的重要革新。机构可设置规则，将员工默认纳入 403(b)养老计划，并预设初始缴存比例与标准投资方案，员工无主动调整申请则沿用默认配置；员工也可自主选择退出计划、修改缴存比例或更换投资标的。**整体来看，规模越大的 403(b)计划，落地自动参保机制的比例越高。**

整体来看，自动参保机制的落地渗透率与计划体量呈正比例，资产规模、参保人数越大的 403(b)计划，上线自动参保功能的比例越高。**按资产规模拆分**，资产不足 100 万美元的小型计划仅 13.4%开通自动参保，随资产规模扩张渗透率持续上行，5 亿至 10 亿美元档位计划渗透率达到区间峰值 44.2%；对应参保人群覆盖比例同步走高，十亿以上资产档位参保人覆盖率达 36.9%。**按参保人数维度划分**，百人以内小微计划自动参保计划占比仅 11.8%，5000-9999 人规模计划渗透率升至 43.9%，万人以上超大型计划小幅回落至 40.9%；固定年金等保本产品占比更高的小型机构，自动参保推行意愿偏弱。

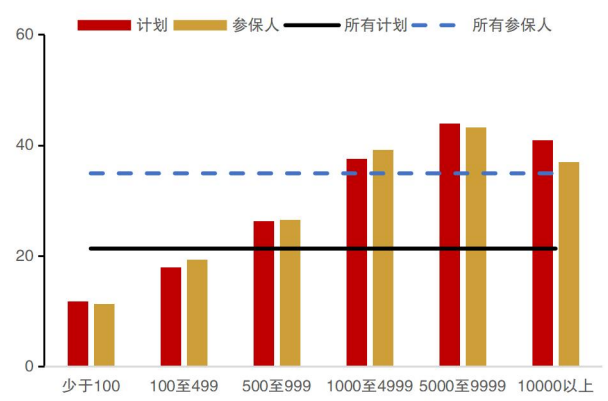
全样本口径下，仅 21.3%的样本 ERISA 403(b)计划设置自动参保机制，但该类计划覆盖了 34.9%的全部参保人员，反映自动参保功能集中落地于规模更大、覆盖职工更多的头部 403(b)计划。

图表 30：2022 年末不同资产规模的 403 (b) 计划的自动参保渗透率 (%)



资料来源：ICI、华源证券研究所
注：上述分析样本取自美国劳工部 2022 年度 Form 5500 调研数据库中的样本 403 (b) 计划

图表 31：2022 年末不同参保人数的 403 (b) 计划的自动参保渗透率 (%)

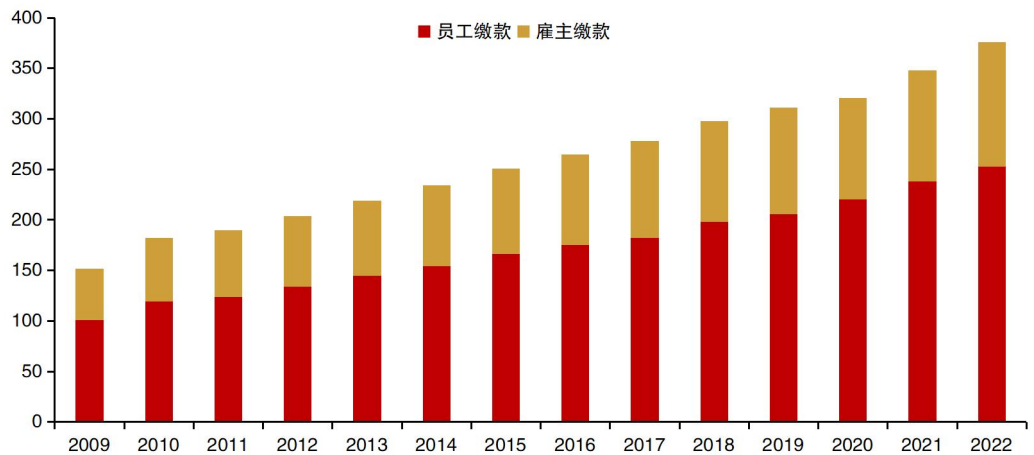


资料来源：ICI、华源证券研究所
注：上述分析样本取自美国劳工部 2022 年度 Form 5500 调研数据库中的样本 403 (b) 计划

3.2.3. 403 (b) 计划资金缴存结构分析

雇主缴款是大型 ERISA 403 (b) 计划资金流入的重要组成部分。截至 2022 年末，该类计划员工与雇主合计缴存总额中，雇主缴款规模达 123 亿美元，占比约 33%。近十年雇主配套供款在总缴存额中的占比保持平稳，2009 年该比例为 34%，长期波动区间狭窄。

图表 32：403 (b) 计划雇主与员工缴存规模 (亿美元)



资料来源：ICI、华源证券研究所
注：上述分析样本取自美国劳工部 2022 年度 Form 5500 调研数据库中的样本 403 (b) 计划

4. 投资启示：构建多层次体系与引导长线资金入市

国内养老金体系结构或将更加均衡发展，年金、个人养老金或将成为扩容核心。截至 2026Q1 末，美国养老金总规模约 47.6 万亿美元，其中第二支柱(雇主计划)和第三支柱(IRA)合计占比超过 90%，而第一支柱(OASDI)占比较小。我国养老金目前呈现第一支柱独大、第二支柱覆盖有限、第三支柱起步较晚的格局，与美国二、三支柱合计占比超九成的结构存在区别，国内后续或分层推进三支柱均衡发展，夯实养老资金根基。

养老金资产配置或从“固收独大”向“多元另类”转型，或能利用长期资金优势提升权益资产占比。从海外大型养老金长期收益规律来看，DB、DC 两类年金计划长期复合收益的核心来源为权益资产与另类资产，私募股权、不动产、基础设施等非公开市场长周期资产，能够借助资金久期优势赚取流动性溢价，对冲二级市场短期波动；美国主流 401(k) 年金配套目标日期基金，实现普通参保人群自动股债均衡配置，形成标准化长期投资方案。

而国内企业年金投资风格普遍偏保守，集中于银行存款和债券。若放宽对权益资产及另类资产的投资比例限制，对于规模较大的年金计划，或可增配未上市股权、基础设施 REITs、不动产等长周期另类资产；同时普及适配生命周期的标准化配置工具，依托年金资金久期长、风险承受能力适配中长期波动的天然优势，分散投资风险、抬升长期投资回报率。

年金扩容与资本市场双向促进，或能构建长钱长投正向循环。美国 401(k)和 403(b)计划规模的快速，很大程度上得益于“自动参保机制”和雇主配套缴费制度的普及，这极大地提高了参保率并保证了资金的持续流入。同时，资本市场供给充足低费率指数产品、目标日期基金，为年金提供低成本、标准化长期投资工具，实现养老资金与资本市场相互赋能。

对应国内年金中长期发展，市场生态或将进一步完善，年金和资本市场双向协同或是发展趋势。一方面年金制度端或将持续完善，推动中小企业年金普及、拓宽参保群体，持续释放增量长线资金；另一方面资本市场配套产品体系或将持续丰富，低费率、高透明度指数基金、生命周期目标日期基金或会成为重点发展品类，简化年金投资者资产配置难度。长期维度将形成良性发展闭环：成熟丰富的资本市场工具承接年金长期资金，稳定可观的长期投资收益反哺年金资产增值，年金作为市场长线稳定资金来源平抑市场波动，最终实现年金规模扩容与资本市场稳健发展互利共生，形成“长钱长投、互利共赢”的正向循环。

5. 风险提示

增量政策落地，经济或企稳复苏，引发债市调整：后续增量稳增长政策落地见效，国内经济有望企稳复苏，市场风险偏好抬升，资金配置结构变化或将推动债市收益率上行，进而引发债市阶段性调整。

理财行业监管政策调整的风险：理财行业监管政策若出现进一步收紧或规则调整，可能对理财业务展业、产品投资运作及净值表现带来影响，存在合规与业务发展层面的不确定性。

第三方提供的数据或存在数据偏差，导致测算的规模及占比或与实际情况存在差异：报告中相关规模及占比测算依赖第三方数据，若其存在统计口径差异、样本覆盖不全或更新滞后等问题，测算结果或与实际情况存在一定偏差。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。