下载日志已记录，仅供内部参考

天风证券 TF SECURITIES

海外研究专题

证券研究报告
2026 年 09 月 24 日

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

苏璟宇 联系人
sujingyu@tfzq.com

相关报告

1 《投资策略：期待下次跨越太平洋的握手-政策与大类资产配置周观察》2026-09-23

2 《投资策略：中观景气度高频跟踪及运用-中观景气度数据库和定量模型应用》 2026-09-21

3 《投资策略：10 月还加不加息？-港股策略周观察》 2026-09-21

养老金的再配置时代：以美国经验为镜鉴

我们认为，全球养老金制度正面临多重结构性挑战。一方面，人口结构持续变化带来劳动力收缩与老龄化加剧；另一方面，低利率与实际回报率下行则削弱了资产端的增值能力。这一资产与负债两端的“双重挤压”，可能使养老金体系在当前宏观环境下难以维持原有配置逻辑。

全球人口结构持续转变，养老金制度面临更加复杂的适应与转型挑战。我们认为，全球人口预期寿命持续延长、粗出生率总体下降，人口结构呈现少子化与长寿化特征。从出生端看，不同收入水平经济体的粗出生率较上世纪 60 年代均明显下降。世界银行数据显示，1960—2024 年，中等收入经济体粗出生率由 35.60‰降至 15.81‰，累计下降约 56%；中低等收入经济体由 44.73‰降至 21.08‰，下降约 53%；中高等收入经济体由 29.93‰降至 10.82‰，下降约 64%；高收入经济体由 21.83‰降至 8.86‰，下降约 59%。同期，低收入经济体粗出生率由 47.71‰降至 34.04‰，降幅约 29%，相对较小。整体来看，中高收入和高收入经济体出生率下降更为明显，新增人口增长放缓对未来劳动年龄人口形成长期约束。

全球利率环境经历了由长期下行向阶段性回升与国别分化的转变，养老金资产配置面临的宏观约束更加复杂。从较长周期看，主要经济体利率中枢曾经历明显下移，低利率环境压低了传统固定收益资产的名义收益空间；但近年来随着通胀上行及货币政策调整，主要经济体长端利率明显回升，原有低利率环境出现阶段性逆转。截至 2026 年 9 月 20 日，美国 10 年期国债收益率约为 5.01%，德国约为 3.50%，日本约为 2.98%，中国约为 1.68%，主要经济体长端利率水平呈现明显分化。我们认为，对于养老金等长期资金而言，资产配置面对的已不再是单一的低利率约束，而是不同经济体利率中枢、通胀水平与资产收益环境分化带来的再配置需求。

全球养老金资产配置正持续向多元化演进，权益资产配置比例显著下降。与 2004 年时股票配置高达 57%相比，2024 年降至 45%，反映出养老金机构在市场波动性加剧与风险调整回报的压力下，逐步降低对权益资产的依赖，转而强化风险分散与长期稳健收益的配置策略。债券配置在过去 20 年中基本维持稳定，从 29%小幅上升至 33%，为长期负债匹配提供了基础支撑；另类资产配置则显著上升，从 2004 年的 13%增长至 2024 年的 20%，2019 年甚至一度达到 28%，体现出养老金机构对于多元资产来源和绝对收益策略的偏好增强。

世界银行提出通过三支柱安排，将老年收入保障中的再分配与储蓄功能分离，并由不同支柱共同提供风险保障。具体而言，再分配功能主要由公共管理、税收筹资的强制性支柱承担，储蓄功能主要由私人管理、完全积累的强制性支柱承担，并辅以自愿性支柱，为希望获得更多老年收入和保险保障的人群提供补充。三个支柱共同发挥保险保障功能，通过多元化安排分散风险。根据世界银行报告 *Averging the old age crisis* 主张，各国均应具备三支柱体系，但对不同支柱的依赖程度可根据本国实际情况有所不同。

1.第一支柱为强制性公共管理支柱，重点承担老年贫困缓解、收入再分配与风险共担功能。

2.第二支柱为强制性私人管理支柱，主要承担收入平滑和养老储蓄功能，并参与风险共担。

3.第三支柱为自愿性支柱，主要通过补充储蓄与风险共担，提供额外的老年收入和保险保障。

风险提示：1）海外流动性改善不及预期；2）地缘冲突反复，能源价格及供应链扰动超预期；3）市场风险偏好修复不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 低利率背景下的养老金配置逻辑重构 4
1.1. 老龄化加速与劳动力萎缩，养老金制度面临持续压力 4
1.2. 宏观利率环境演变：从长期下行到阶段性回升与分化 6
2. 全球养老金制度与资产配置框架 8
2.1. 从三支柱到多支柱：制度演化与本地化实践 8
2.2. DB vs. DC: 制度类型如何影响资产配置偏好? 11
2.3. 养老金资产配置的多元化与国别策略分化 12
3. 美国养老金资产配置结构与机制演化 14
3.1. 第一支柱：OASDI 的运行机制与基本保障功能 17
3.2. 第二支柱：从 DB 向 DC 转型 17
3.2.1. CalPERS：公共 DB 计划的典型案例 17
3.2.2. 401(k)：个人账户制的代表 18
3.3. 第三支柱：IRA 的自由度与配置弹性 20
3.4. 多元化配置演进与公共养老金的长期投资表现 21
4. 风险提示 21

图表目录

图 1：全球老龄化比率加速扩大（%） 5
图 2：全球出生时预期寿命趋势（1960-2024） 5
图 3：不同收入水平经济体总抚养比呈现分化（%） 5
图 4：全球老年抚养比压力层级传导（%） 6
图 5：全球粗出生率逐年下跌（%） 6
图 6：日本与美国老年抚养比变化（%） 6
图 7：全球储蓄率与投资率走势及重大危机节点（%） 7
图 8：美国 CPI 与核心 CPI 同比走势（%） 8
图 9：主要经济体 10 年期国债收益率走势（%） 8
图 10：美国老年收入保障的三大支柱 10
图 11：养老金制度三支柱模型 10
图 12：养老金制度五支柱模型 11
图 13：美国 DC 计划中不同类型资产配置结构变化，2018–2024Q2 12
图 14：过去十年，DC 逐步成为主流模式 12
图 15：各国 DB/DC 比例（2024e） 12
图 16：P7 国家养老金资产配置数据 13
图 17：P7 资产配置演变趋势（2004-2024e） 13
图 18：P7 国资产配置比例详情（2024） 13

下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：加拿大养老金近十年资产配置变化 14
图 20：日本养老金近十年资产配置变化 14
图 21：美国养老金近十年资产配置变化 14
图 22：养老金资产规模，美国位列第一 14
图 23：各国养老金资产占 GDP 比率（2024） 14
图 24：美国养老金三支柱体系 15
图 25：美国退休资产总规模 15
图 26：2024 年 4 季度至 2025 年第 1 季度养老金配置 16
图 27：美国养老金资产结构演变（2021-2025Q1） 16
图 28：DC 计划高权益配置 17
图 29：CalPERS 在加州的私募股权投资行业分布 18
图 30：CalPERS 在加州的实物资产投资类型分布 18
图 31：CalPERS 按资产类别划分的加州投资情况（2023 年，单位：十亿美元） 18
图 32：按计划类型划分的 DC 固定缴款计划资产规模 19
图 33：按计划占比划分的退休服务提供商类型 20
图 34：按地区划分的 401(K)养老金计划比例分布 20
图 35：美国退休资产构成中 IRA 占比最大 20
图 36：IRA 持有率与年龄关系 20
图 37：IRA 持有家庭大多为中等收入家庭 21
图 38：IRA 资产配置以权益资产为主 21

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 低利率背景下的养老金配置逻辑重构

我们认为，全球养老金制度正面临多重结构性挑战。一方面，人口结构持续变化带来劳动力收缩与老龄化加剧；另一方面，低利率与实际回报率下行则削弱了资产端的增值能力。这一资产与负债两端的“双重挤压”，可能使养老金体系在当前宏观环境下难以维持原有配置逻辑。

1.1. 老龄化加速与劳动力萎缩，养老金制度面临持续压力

全球人口结构持续转变，养老金制度面临更加复杂的适应与转型挑战。我们认为，全球人口预期寿命持续延长、粗出生率总体下降，人口结构呈现少子化与长寿化特征。从出生端看，不同收入水平经济体的粗出生率较上世纪 60 年代均明显下降。世界银行数据显示，1960—2024 年，中等收入经济体粗出生率由 35.60‰降至 15.81‰，累计下降约 56%；中低等收入经济体由 44.73‰降至 21.08‰，下降约 53%；中高等收入经济体由 29.93‰降至 10.82‰，下降约 64%；高收入经济体由 21.83‰降至 8.86‰，下降约 59%。同期，低收入经济体粗出生率由 47.71‰降至 34.04‰，降幅约 29%，相对较小。整体来看，中高收入和高收入经济体出生率下降更为明显，新增人口增长放缓对未来劳动年龄人口形成长期约束。

与此同时，全球人口预期寿命长期提高，老年人口占比持续上升。全球出生时预期寿命由 1960 年的 50.94 岁提高至 2024 年的 73.48 岁，增加约 22.5 岁；其中男性由 49.03 岁提高至 71.12 岁，女性由 53.03 岁提高至 75.97 岁。2020—2021 年全球预期寿命曾阶段性回落，此后重新回升，2024 年已超过 2019 年的 72.87 岁。与长寿化趋势相对应，全球 65 岁及以上人口占总人口的比重由 1960 年的 4.97%持续升至 2024 年的 10.20%，2025 年进一步升至 10.40%，较 1960 年提高 5.43 个百分点，占比扩大至约 2.1 倍。出生率下降、预期寿命延长以及老年人口占比提高共同改变了养老金体系所处的人口环境：前者可能对未来缴费人口增长形成约束，后两者则意味着潜在养老金领取群体扩大、领取期限延长，对养老金体系长期收支平衡提出更高要求。

劳动年龄人口相对于老年人口的支撑压力逐步上升，不同收入水平经济体的人口抚养压力呈现明显分化。从总抚养比看，高收入经济体在经历长期下降后已进入回升阶段：总抚养比由 1960 年的 60.04%下降至 2007 年的 47.38%，此后持续回升，2025 年达到 55.40%。相比之下，中等收入经济体总抚养比由 1960 年的 80.43%降至 2025 年的 50.96%，低收入经济体则由 84.38%降至 80.22%。这一差异表明，各收入组经济体所处的人口转型阶段并不相同：部分高收入经济体的人口抚养压力已重新上升，而低收入经济体仍保持较高的总抚养比。需要注意的是，总抚养比同时包含少儿人口和老年人口，因此其变化不能完全等同于人口老龄化程度，但可以用于观察劳动年龄人口面临的整体人口支撑压力。

从老年抚养比看，日本等老龄化程度较高的经济体所面临的结构性压力更加突出。OECD 数据显示，以 15—64 岁人口为基准，日本老年抚养比由 1990 年的 17.34%升至 2023 年的 48.99%，即每 100 名 15—64 岁人口对应的老年人口由约 17 人增加至约 49 人；相比之下，美国同口径老年抚养比由 1990 年的 19.03%升至 2021 年的 25.92%，上升幅度相对温和。若采用 20—64 岁人口作为基准，日本老年抚养比由 2001 年的 29.02%进一步升至 2023 年的 52.92%。不同统计口径下的绝对水平不可直接比较，但日本不同口径指标均显示老年人口相对于劳动年龄人口的比重持续提高。

从中长期预测看，人口结构变化带来的抚养压力仍可能进一步上升。在预测口径下，OECD 国家总抚养比由 2025 年的 71.15%预计升至 2050 年的 81.05%，并在 2061 年进一步达到 85.22%。中国和日本的老年抚养比亦呈上升趋势：中国老年抚养比预测值由 2025 年的 23.41%升至 2050 年的 55.33%、2060 年的 74.13%，2070 年进一步达到 81.01%；日本则由 2025 年的 53.21%升至 2050 年的 75.54%、2060 年的 77.17%，2070 年达到 79.54%。从变化速度看，中国当前老年抚养比低于日本，但未来数十年的上升幅度更大；日本则是在较高水平基础上进一步上行。上述预测或表明，人口老龄化并非短期现象，劳动年龄人口与老年人口之间的结构变化可能持续影响养老金体系的长期资产负债平衡。

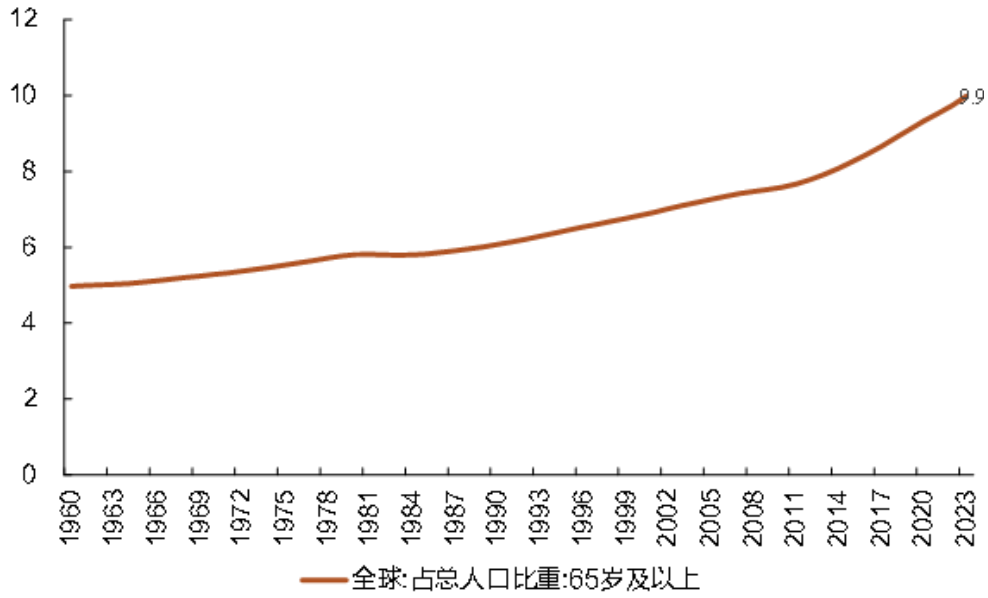
人口结构变化的同时，养老金资产规模已达到较高水平，长期资产管理的重要性进一步上升。OECD 数据显示，2023 年美国相关资产支持型养老金资产规模约 38.98 万亿美元，占

下载日志已记录，仅供内部参考

GDP 的 142.5%；澳大利亚约 2.21 万亿美元，占 GDP 的 129.9%；日本约 1.45 万亿美元，占 GDP 的 34.8%。从时间变化看，美国相关养老金资产规模由 2019 年的 32.23 万亿美元增至 2023 年的 38.98 万亿美元，但 2022 年曾明显回落，反映养老金资产规模除受到缴费和给付影响外，也会受到金融市场表现等因素影响。不同经济体养老金资产相对于 GDP 的比重差异较大，也反映其养老金制度、筹资方式及资产积累模式存在差异。因此，我们认为这组数据更适合用于衡量养老金资产管理的经济体量，而不宜简单将资产规模变化归因于人口老龄化。

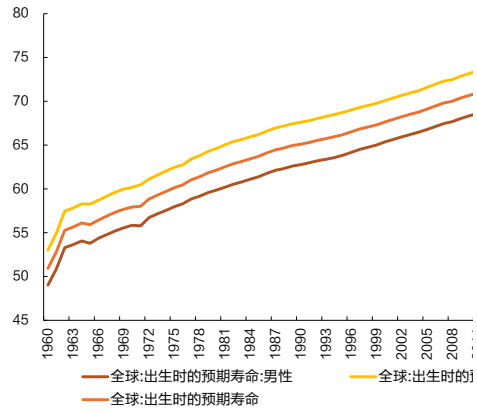
养老金资产的制度载体同样存在明显国别差异，人口结构变化对资产端的传导方式因制度安排而异。从 OECD 统计的资产支持型养老金结构看，澳大利亚、德国、英国等经济体以自主养老基金为主要载体，而美国、日本等市场的养老金资产分布于养老基金、养老保险合同及其他融资工具等不同载体。2023 年，美国自主养老基金占相关资产的 56.6%，养老保险合同占 10.6%，其他融资工具占 32.7%；日本自主养老基金占比为 63.5%，养老保险合同占 19.8%，其余部分由其他制度载体持有。由此来看，不同国家即使面临相似的人口老龄化方向，其养老金资金积累、风险承担和资产管理机制也可能存在明显差异。

图 1：全球老龄化比率加速扩大（%）



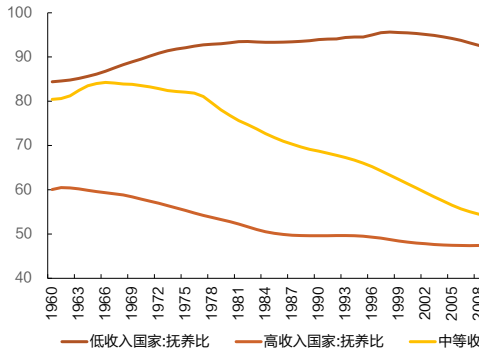
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：全球出生时预期寿命趋势（1960-2024）



资料来源：Wind，天风证券研究所

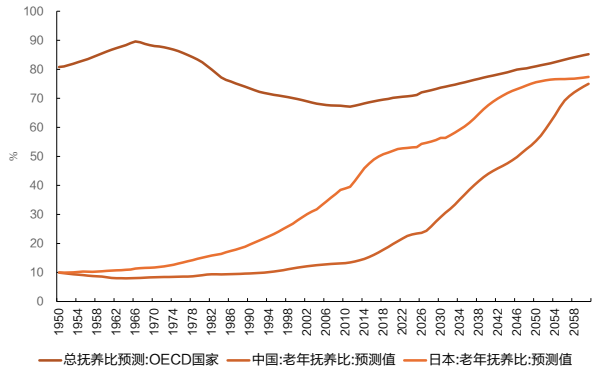
图 3：不同收入水平经济体总抚养比呈现分化（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

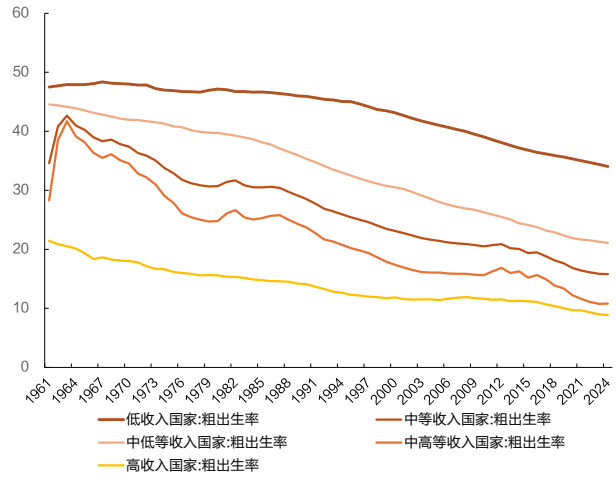
下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：全球老年抚养比压力层级传导（%）



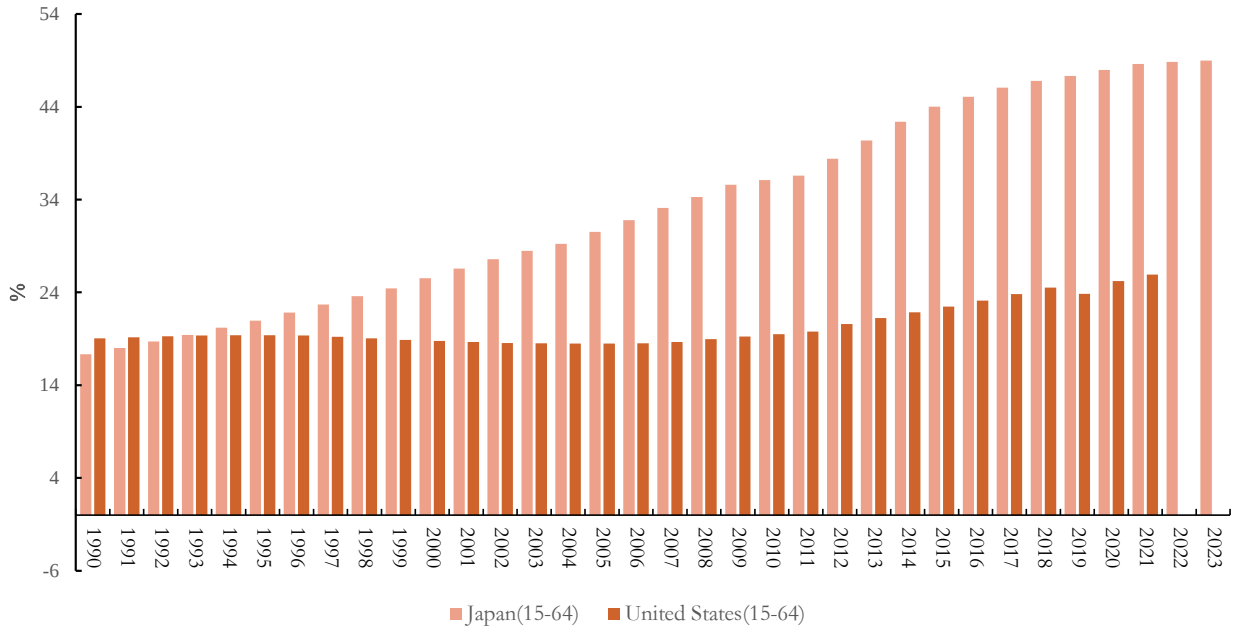
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：全球粗出生率逐年下跌（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：日本与美国老年抚养比变化（%）



资料来源：OECD，天风证券研究所（注：老年抚养比以 65 岁及以上人口相对于 15—64 岁人口的比例计算。）

1.2. 宏观利率环境演变：从长期下行到阶段性回升与分化

全球利率环境经历了由长期下行向阶段性回升与国别分化的转变，养老金资产配置面临的宏观约束更加复杂。从较长周期看，主要经济体利率中枢曾经历明显下移，低利率环境压低了传统固定收益资产的名义收益空间；但近年来随着通胀上行及货币政策调整，主要经济体长端利率明显回升，原有低利率环境出现阶段性逆转。截至 2026 年 9 月 20 日，美国 10 年期国债收益率约为 5.01%，德国约为 3.50%，日本约为 2.98%，中国约为 1.68%，主要经济体长端利率水平呈现明显分化。我们认为，对于养老金等长期资金而言，资产配置面对的已不再是单一的低利率约束，而是不同经济体利率中枢、通胀水平与资产收益环境分化带来的再配置需求。

美国通胀周期的明显变化进一步体现了近年来利率环境的复杂性。美国 CPI 同比在 2022 年 6 月达到 9.0%，随后总体回落，2024 年 9 月降至 2.4%；此后通胀有所反复，2026 年 8

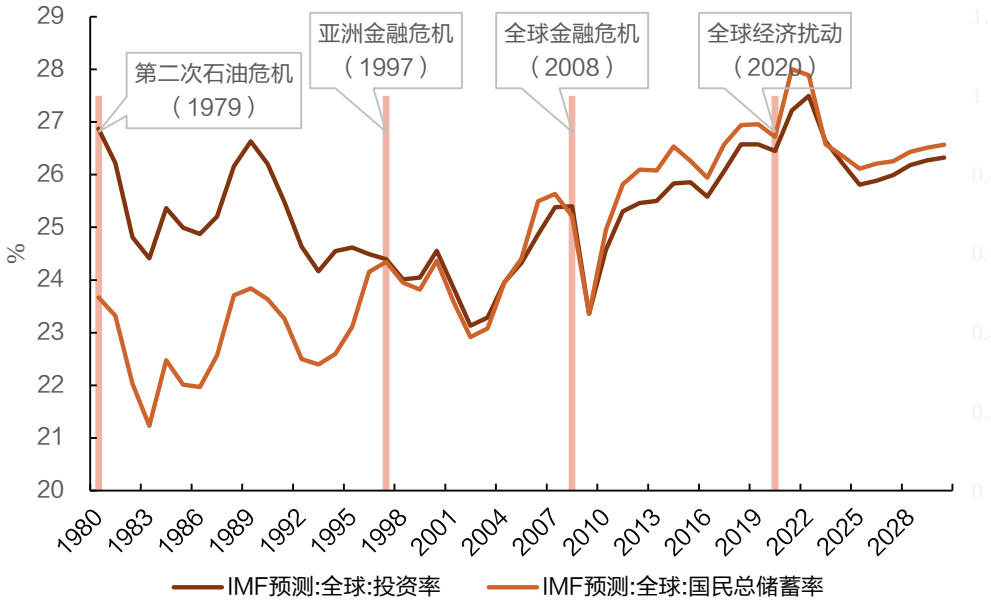
下载日志已记录，仅供内部参考

月 CPI 同比为 3.4%。核心 CPI 同比则由 2022 年 9 月的 6.6%逐步回落至 2026 年 8 月的 2.4%。通胀从高位回落并不意味着利率环境简单回归此前的低位状态，名义长端利率仍受到通胀预期、货币政策及经济基本面等多重因素影响。我们认为，对于养老金而言，名义收益率上升能够提高新增固定收益资产的票息水平，但通胀变化同时影响实际购买力和负债端支付压力，因此需要同时关注名义利率与实际回报环境，而不能仅依据名义收益率水平判断配置条件。

从全球储蓄与投资关系看，过去数十年二者经历了由较大缺口向逐步收敛的结构变化。IMF 数据显示，1980 年全球投资率为 26.87%，同期国民总储蓄率为 23.67%，投资率高出储蓄率 3.20 个百分点；此后二者差距总体收窄，1997 年分别为 24.39%和 24.34%，已基本接近。进入 21 世纪后，全球储蓄率与投资率整体保持在较为接近的水平，并在部分时期出现储蓄率高于投资率的情况。例如，2019 年全球投资率和国民总储蓄率分别为 26.58%和 26.96%，2021 年分别为 27.22%和 28.00%；2025 年分别回落至 25.81%和 26.11%。根据 IMF 预测，2026—2031 年二者仍将维持相对接近的状态，2031 年投资率和国民总储蓄率预计分别为 26.35%和 26.56%。这一变化表明，全球储蓄与投资之间的相对关系较 20 世纪 80 年代已经发生明显变化，但仅依据储蓄投资缺口本身，尚不足以将全球利率变化归因于单一因素。

重大经济金融冲击则会对全球储蓄、投资及资产收益环境形成阶段性扰动。从历史数据看，第二次石油危机、1997 年亚洲金融危机、2008 年全球金融危机以及 2020 年前后的全球经济扰动期间，全球储蓄率和投资率均出现不同程度波动。其中，2008 年全球投资率为 25.40%，2009 年降至 23.36%，下降 2.04 个百分点；同期国民总储蓄率由 25.21%降至 23.35%，下降 1.86 个百分点。2020 年全球经济扰动后，全球投资率和储蓄率则经历先升后降，2021 年分别升至 27.22%和 28.00%，至 2025 年分别回落至 25.81%和 26.11%。因此，全球储蓄投资关系并非线性变化，长期结构性趋势之外，经济危机、外部供给冲击以及政策调整均可能带来阶段性波动。

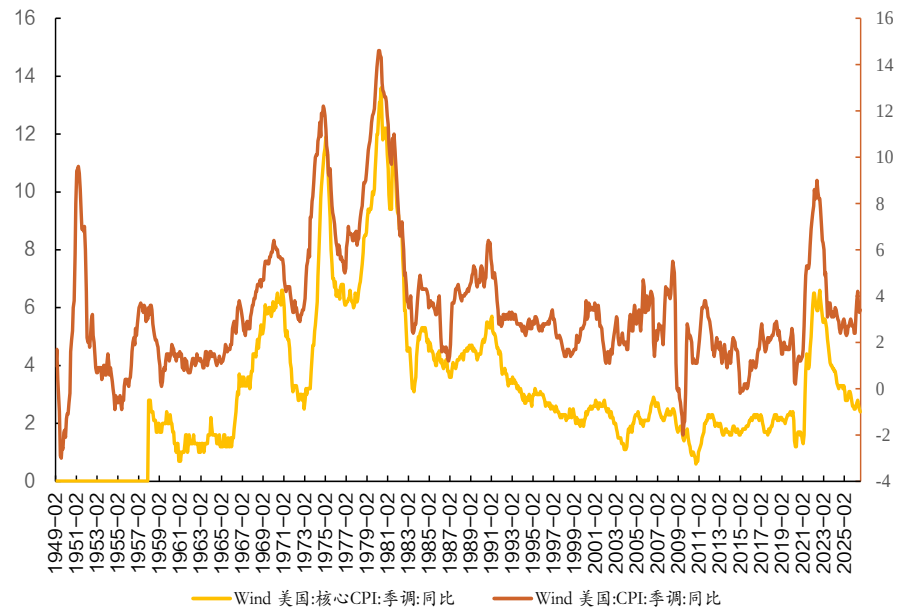
图 7：全球储蓄率与投资率走势及重大危机节点（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：三条标注线分别为重大危机事件，1979-1980 年的第二次石油危机，2008 年次贷危机以及 2020 年前后的全球经济扰动期间）

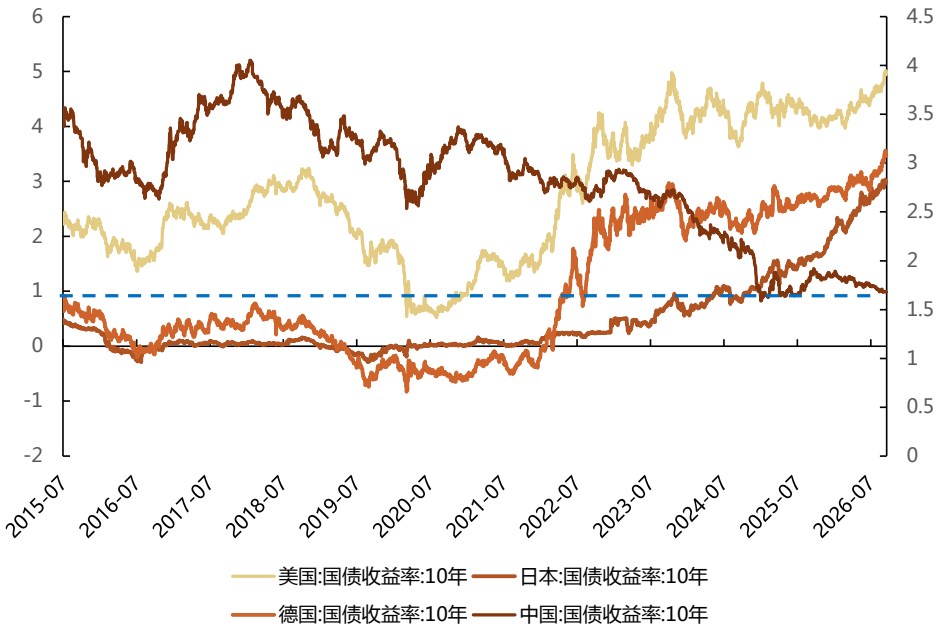
下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：美国 CPI 与核心 CPI 同比走势（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：左轴为美国核心 CPI 季调同比，右轴为美国 CPI 季调同比（%））

图 9：主要经济体 10 年期国债收益率走势（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：左轴为美国国债收益率，德国国债收益率，日本国债收益率；右轴为中国国债收益率）

2. 全球养老金制度与资产配置框架

2.1. 从三支柱到多支柱：制度演化与本地化实践

世界银行提出通过三支柱安排，将老年收入保障中的再分配与储蓄功能分离，并由不同支柱共同提供风险保障。具体而言，再分配功能主要由公共管理、税收筹资的强制性支柱承

下载日志已记录，仅供内部参考

担，储蓄功能主要由私人管理、完全积累的强制性支柱承担，并辅以自愿性支柱，为希望获得更多老年收入和保险保障的人群提供补充。三个支柱共同发挥保险保障功能，通过多元化安排分散风险。根据世界银行报告 *Averging the old age crisis* 主张，各国均应具备三支柱体系，但对不同支柱的依赖程度可根据本国实际情况有所不同。

具体来看，三支柱体系主要包括：

1.第一支柱为强制性公共管理支柱，重点承担老年贫困缓解、收入再分配与风险共担功能。该支柱依托政府征税能力，以税收筹资，通过收入再分配向贫困群体倾斜，并共同分担长期投资回报偏低、经济衰退、通货膨胀及私人市场失灵等风险。具体形式包括：面向各年龄段贫困人群、实行经济状况审查的保障计划，在资格认定时考虑老年人劳动能力下降，并使待遇水平兼顾不同年龄人群的需要；为强制性储蓄支柱提供最低养老金保障；以及面向更广泛人群提供普惠型或与就业挂钩的定额待遇。公共支柱的目标应明确且有限，规模应保持适度，为其他支柱留出充分空间，并采用现收现付制。

2.第二支柱为强制性私人管理支柱，主要承担收入平滑和养老储蓄功能，并参与风险共担。该支柱采用完全积累制，由私人机构管理，将待遇与缴费成本按精算原则挂钩，为所有收入群体发挥收入平滑或储蓄功能。这种机制有助于避免公共支柱容易出现的部分经济和政治扭曲。具体形式包括个人储蓄账户或职业养老金计划，无论采取哪种形式，均需要审慎监管。完全积累制还可促进资本积累和金融市场发展，由此带来的经济增长有助于公共支柱筹资；运行良好的第二支柱则应减少对第一支柱的依赖。

3.第三支柱为自愿性支柱，主要通过补充储蓄与风险共担，提供额外的老年收入和保险保障。该支柱通过自愿性职业养老金计划或个人储蓄计划构成，为希望在老年阶段获得更多收入和保险保障的人群提供额外保障。

在既有改革经验与概念框架的基础上，世界银行进一步完善了五支柱养老金政策框架，将非缴费型基础保障和非金融养老支持纳入考量，并强调根据各国初始条件、制度能力与政策目标，灵活组合不同支柱、合理安排改革实施次序，以更有效地满足不同人群的养老保障需求，分散经济、人口结构和政治风险。

其中，第零支柱为非缴费型基础保障安排，明确以减贫和提供最低水平的老年保障为目标，在财政条件允许的情况下，通常由地方、地区或中央政府提供资金，可采取全民定额津贴、社会养老金或一般社会救助等形式，确保终身收入较低以及仅有限参与正规经济活动的人群获得基本老年保障。其具体安排取决于其他弱势群体的规模与需求、可用预算资源及养老金体系配套制度的设计。第一支柱为强制性养老金安排，缴费与收入按不同程度挂钩，以替代部分退休前收入为目标，通常采用现收现付制筹资，旨在应对个人短视、低收入、预期寿命不确定导致的规划期限不合理，以及金融市场缺失或其自身存在的风险；与此同时，该支柱尤其容易受到人口结构和政治风险的影响。

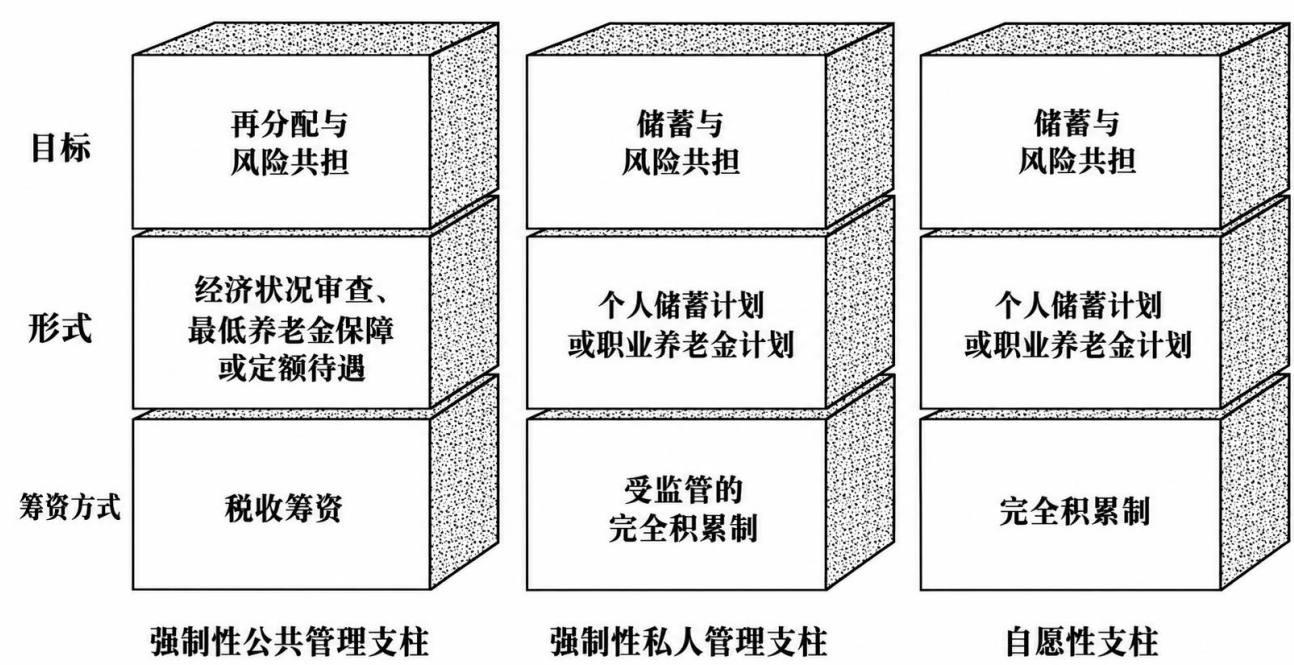
第二、第三支柱分别体现强制性个人储蓄与自愿性补充保障的制度安排。第二支柱通常采取个人储蓄账户形式，即缴费确定型（DC）计划，在缴费、投资表现与待遇之间建立明确联系，保障可依法执行的产权，并可能促进金融市场发展。其制度设计涵盖主动或被动投资管理、投资标的和投资管理人的选择规则，以及领取阶段的相关安排。与待遇确定型（DB）计划相比，私人资产管理可能使参与者面临金融风险、委托代理风险、高额交易及管理成本风险；除非要求强制年金化，否则参与者还需承担长寿风险。第三支柱为自愿性安排，可包括为退休、伤残或身故而进行的个人储蓄、雇主发起的计划，以及 DB 或 DC 计划等，其本质是灵活且可自主选择的，能够弥补其他制度设计中的僵化之处，但也面临与第二支柱类似的风险。

第四支柱将老年保障的支持来源延伸至家庭、社会项目及个人资产。其主要包括家庭支持等非正式支持、医疗保健和住房保障等正式社会项目，以及个人金融与非金融资产，例如自有住房和在具备相应安排时可利用的反向抵押贷款。尽管被称为“非金融性支柱”，其涵盖范围并不限于非金融资产。土地和资产确权、登记制度及继承法律等支持家庭财富转移的公共政策，也有助于增强终身贫困者和非正规部门劳动者的老年收入保障。

下载日志已记录，仅供内部参考

五支柱框架强调根据各国国情灵活组合制度要素，并合理安排改革实施次序。不同支柱适合回应不同人群的保障需求：零支柱中的社会养老金能够为终身贫困者提供基本收入支持，并弥补缴费型制度在覆盖范围和待遇充足性方面的缺口；在强制性第一、第二支柱覆盖有限的情况下，发展受到良好监管的自愿性第三支柱，可能有效覆盖非正规部门，并为较高收入群体补充待遇、增加待遇来源的多样性。部分国家也可能通过社会养老金与覆盖更广泛的自愿性体系相结合，取得更好的保障效果。因此，五支柱框架并非要求各国采用统一的制度组合，而是根据初始条件、制度能力与政策目标选择适宜安排，以更有效且更具效率地提供退休收入，并分散经济、人口结构和政治风险。

图 10：美国老年收入保障的三大支柱



资料来源：世界银行，天风证券研究所

图 11：养老金制度三支柱模型

支柱名称	中文名称	核心目标与功能	资金来源／管理方式	实施形式（可能类型）
第一支柱	公共支柱（强制性公共管理支柱）	以缓解老年贫困和分担多种风险为有限目标；通过收入再分配向贫困群体倾斜，并共同分担长期投资回报偏低、经济衰退、通货膨胀及私人市场失灵等风险。	依托政府征税权，以税收筹资，采用现收现付制；规模应保持适度，为其他支柱留出空间。	1）面向各年龄段贫困人群、实行经济状况审查的保障计划，资格认定考虑老年人劳动能力下降，待遇兼顾年龄差异；2）为强制性储蓄支柱提供最低养老金保障；3）提供普惠型或与就业挂钩的定额待遇。
第二支柱	强制性私人管理支柱	将待遇与缴费成本按精算原则挂钩，为所有收入群体发挥收入平滑或储蓄功能；有助于避免公共支柱易出现的部分经济和政治扭曲，促进资本积累与金融市场发展，并减少对第一支柱的依赖。	由私人机构管理，采用完全积累制，实行审慎监管。	1）个人储蓄账户；2）职业养老金计划。两种形式均具有强制性。
第三支柱	自愿性支柱	为希望在老年阶段获得更多收入和保险保障的人群提供额外保障。	自愿参加，采用完全积累制。	1）自愿性个人储蓄计划；2）自愿性职业养老金计划。

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：世界银行，天风证券研究所

图 12：养老金制度五支柱模型

支柱名称	英文名称	核心目标与功能	资金来源／管理方式	实施形式／典型安排
第零支柱（非缴费型）	Non-contributory “Zero Pillar”	以减贫和提供最低水平的老年保障为主要目标，重点覆盖终身收入较低、仅有限参与正规经济活动的人群，并弥补缴费型制度在覆盖范围和待遇充足性方面的不足。	在财政条件允许的情况下，通常由地方、地区或中央政府提供资金；具体待遇形式、水平、领取资格和发放方式取决于可用预算资源、保障对象需求及养老金体系配套制度安排。	全民定额津贴、社会养老金、一般社会救助等。
第一支柱（强制性）	Mandatory “First Pillar”	以替代部分退休前收入为目标，通过强制性制度安排应对个人短视、低收入、预期寿命不确定以及金融市场不完善等因素带来的养老保障风险，同时可能受到人口结构和制度环境变化的影响。	采取强制性养老金安排，缴费与收入按不同程度挂钩，通常采用现收现付制筹资。	与收入和缴费挂钩的强制性公共养老金安排。
第二支柱（强制性）	Mandatory “Second Pillar”	在缴费、投资表现与退休待遇之间建立较为明确的联系，并保障相关产权。参与者需要承担一定的金融市场、委托代理和管理成本等风险；在未实行强制年金化的情况下，还可能承担长寿风险。	通常采取个人储蓄账户形式，由私人机构进行资产管理；可采用主动或被动投资管理，并设置投资标的、投资管理人选择及领取阶段等制度安排。	通常为个人储蓄账户，即缴费确定型（DC）计划；具体投资管理和退休领取方式可采取不同制度设计。
第三支柱（自愿性）	Voluntary “Third Pillar”	通过自愿、灵活的养老储蓄安排对强制性支柱形成补充，有助于扩大养老保障覆盖范围，并增加退休收入来源的多样性。	以自愿参与为基础，可采取个人储蓄或雇主发起计划等形式，具体筹资、投资和领取安排具有较高灵活性。	个人自愿养老储蓄、雇主发起的自愿性退休计划等，可采用待遇确定型（DB）或缴费确定型（DC）等安排。
第四支柱（非金融性）	Non-financial “Fourth Pillar”	将养老保障支持来源扩展至家庭等非正式支持、正式社会保障项目以及个人金融与非金融资产，为退休后的收入和生活保障提供补充。	支持来源包括家庭等非正式支持、医疗和住房等社会项目，以及个人持有的金融和非金融资产，并非单一的养老金筹资或管理机制。	家庭支持、医疗保健和住房保障、自有住房，以及在具备相应制度安排时可利用的反向抵押贷款等。

资料来源：世界银行，天风证券研究所

2.2. DB vs. DC: 制度类型如何影响资产配置偏好?

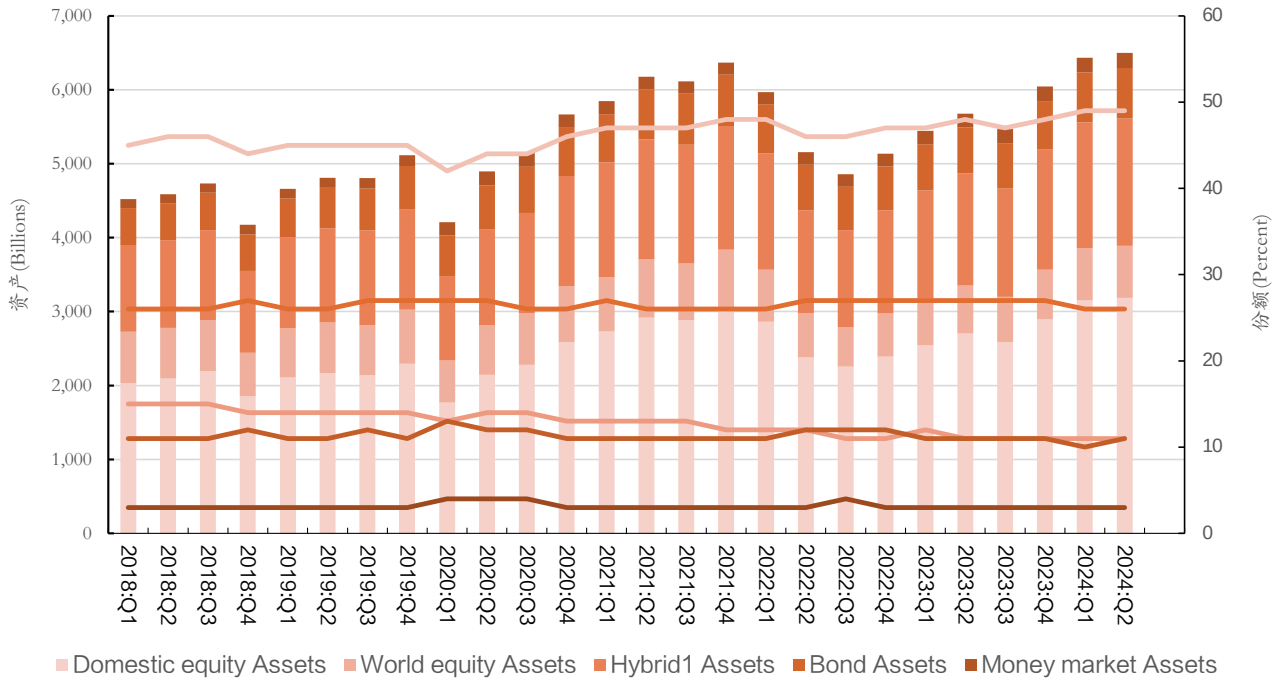
不同的给付方式和风险承担机制进一步形成了 DB 与 DC 计划不同的资产配置约束。DB 计划需要围绕未来养老金给付责任进行资产管理，其资产配置不仅考虑投资收益，还需综合考虑负债期限、资金充足程度、未来缴费能力以及对市场波动的容忍程度。传统 DB 计划可通过增加长期债券配置，使资产价值变化与养老金负债更好匹配；但由于其投资期限通常较长，也具备承受一定市场波动、配置较高比例权益资产的条件。当未来 5 年内预计支付金额占计划负债的比重较高时，计划可考虑增加固定收益资产配置以降低波动；资金充足率较高时，可以采取相对保守的投资策略，而资金充足程度较低时，则可能考虑承担更高投资风险以争取更高回报。此外，计划发起人的未来缴费意愿和对市场波动的容忍程度也会影响资产配置：未来追加缴费能力较强或风险容忍度较低时，可考虑相对保守的组合，反之则可能配置更高比例的权益资产。现金余额计划则可通过配置更多短期债券，更好匹配账户的利息贷记。**因此，DB 计划并不简单对应保守或低权益配置，其资产结构需要根据负债特征、资金状况和风险承受能力综合确定。**

从美国 DB 与 DC 计划的历史资产配置看，两类计划在 1990—2012 年的资产配置存在明显差异，但同期股票相较长期公司债并未表现出持续的收益优势。根据 Ibbotson Associates（2015）的数据，1926—2014 年股票与长期公司债的几何年均回报率分别为 10.1%和 6.1%，股票高出 4.0 个百分点；但在 1990—2012 年，两者回报率分别为 8.6%和 8.7%，股票低 0.2 个百分点。分阶段看，1990—2002 年股票和长期公司债的几何年均回报率分别为 9.7%和 9.5%，股票高 0.2 个百分点；2003—2012 年分别为 7.1%和 7.8%，股票低 0.7 个百分点。由此来看，尽管 DB 与 DC 计划的资产配置结构存在差异，但在 1990—2012 年的观察期内，股票相对于长期公司债并未形成稳定的收益优势。

下载日志已记录，仅供内部参考

下图直观展示了 2018 年至 2024Q2 年间美国 DC 计划中不同类型共同基金资产配置的变化趋势。可以观察到，**权益类资产始终在整体配置中占据主导地位，尤其是 Domestic Equity 与 World Equity 合计份额长期稳定在 50%以上，而 Hybrid 和 Bond 类资产则起到平衡与风险对冲的作用。**

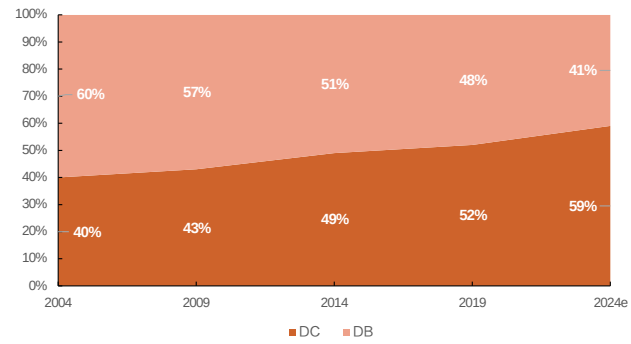
图 13：美国 DC 计划中不同类型资产配置结构变化，2018–2024Q2



资料来源：ICI，天风证券研究所(2018Q1-2024Q2,左侧纵轴代表各类资产数额，单位为十亿美元；右侧纵轴为该资产价值在 DC 计划中的百分比（%），由折线图表示，自上而下依次为 Domestic equity、hybrid，world equity，Bond，Money market)

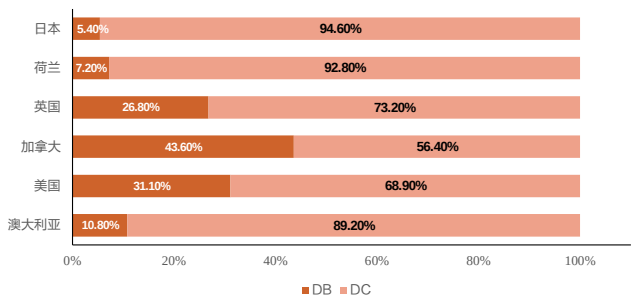
P7 国家（七个主要养老金市场：澳大利亚、加拿大、日本、荷兰、瑞士、英国、美国，下文简称“P7 国家”）**在养老金计划 DB/DC 结构上也显示出显著的制度差异，美国与澳大利亚以 DC 计划为主导，而日本与荷兰则以 DB 计划为核心，反映出养老金制度改革路径与劳动市场结构的不同。**2024 年数据显示，澳大利亚 DC 计划占比高达 89%，美国为 68.9%，而日本与荷兰则分别以 94.6%和 92.8%的高比例采用 DB 计划。此外，英国虽有 26.8%的 DB 比例，但其 DC 占比 73.2%在欧洲国家中已较高。P7 国家平均 DB/DC 结构为 41%/59%，或标志着 DC 制度逐渐成为主流形式。

图 14：过去十年，DC 逐步成为主流模式



资料来源：Thinking Ahead Institute，天风证券研究所

图 15：各国 DB/DC 比例 (2024e)



资料来源：Thinking Ahead Institute，天风证券研究所

2.3. 养老金资产配置的多元化与国别策略分化

全球养老金资产配置正持续向多元化演进，权益资产配置比例显著下降。与 2004 年时股票配置高达 57%相比，2024 年降至 45%，反映出养老金机构在市场波动性加剧与风险调整回报的压力下，逐步降低对权益资产的依赖，转而强化风险分散与长期稳健收益的配置策

下载日志已记录，仅供内部参考

略。债券配置在过去 20 年中基本维持稳定，从 29%小幅上升至 33%，为长期负债匹配提供了基础支撑；另类资产配置则显著上升，从 2004 年的 13%增长至 2024 年的 20%，2019 年甚至一度达到 28%，体现出养老金机构对于多元资产来源和绝对收益策略的偏好增强。

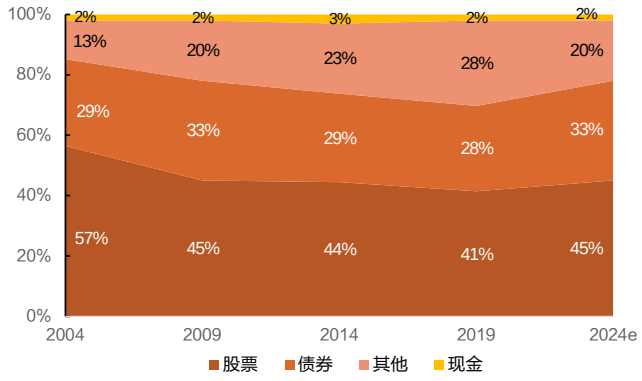
各个国家的养老金配置策略分化明显，呈现“股票主导型”“债券主导型”与“均衡型”三种模式。2024 年数据显示，P7 国家的养老金资产平均配置中，股票占比为 45%，债券为 33%，另类资产为 20%，现金为 2%。澳大利亚和美国的股票配置仍保持在 50%以上，而荷兰与日本则更偏重于债券。其中澳大利亚和美国位于榜首，分别为 52%和 50%；债券配置均值 33%，其中配置最高的国家为英国 56%，日本 55%，荷兰 47%；"其他"（另类资产）占比提升，加拿大养老金另类资产配置达到 46%。澳大利亚，美国为典型的股票主导型养老金配置。其股票占比远超七国中位数，延续历史高权益偏好。日本，荷兰，英国则为债券主导型，以负债匹配为核心战略，强调资产与负债的久期匹配。而瑞士的资产配置则体现出均衡配置风格，股、债、另类资产的占比分别为 32%、30%、34%。

图 16：P7 国家养老金资产配置数据

国家	股票	债券	其他	现金
澳大利亚	52%	14%	24%	10%
加拿大	29%	23%	46%	1%
日本	27%	55%	14%	3%
荷兰	27%	47%	23%	3%
瑞士	32%	30%	34%	4%
英国	25%	56%	17%	3%
美国	50%	31%	17%	2%
P7平均	45%	33%	20%	2%

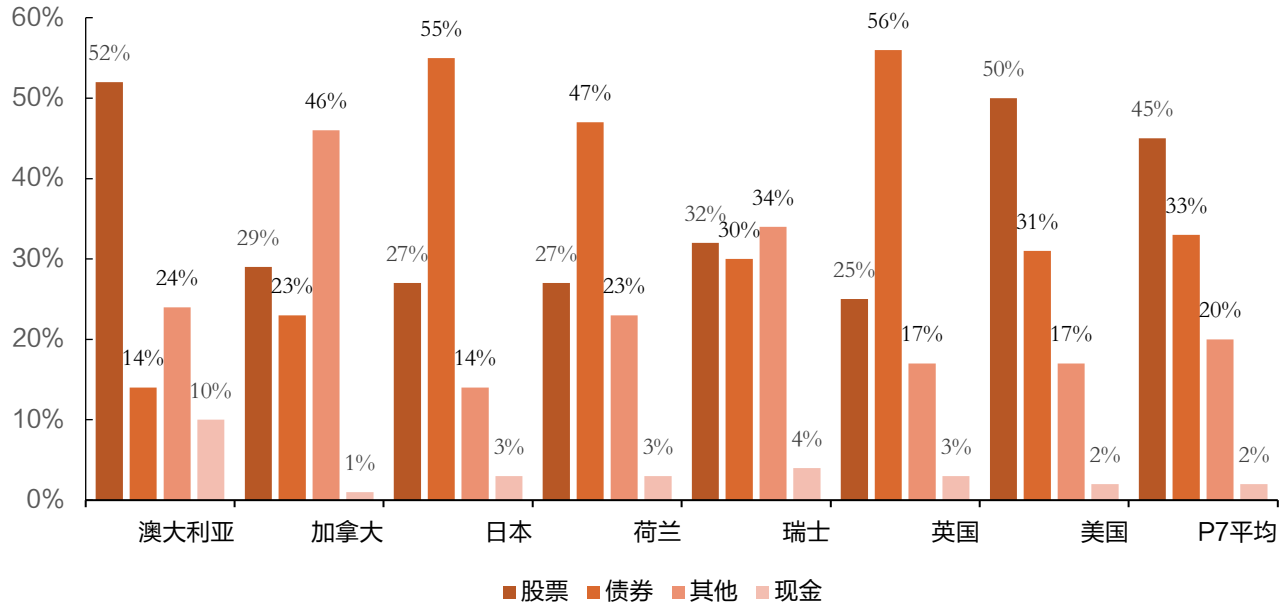
资料来源：Thinking Ahead Institute，天风证券研究所

图 17：P7 资产配置演变趋势（2004-2024e）



资料来源：Thinking Ahead Institute，天风证券研究所

图 18：P7 国资产配置比例详情（2024）



资料来源：Thinking Ahead Institute，天风证券研究所

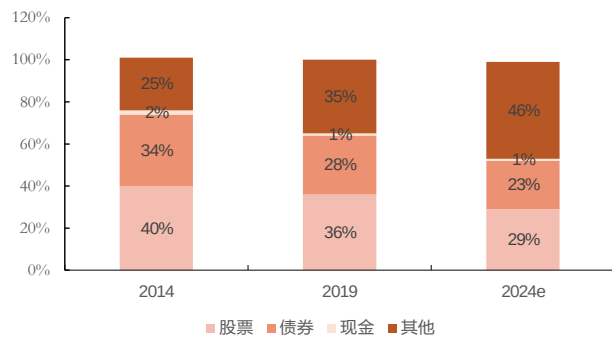
近十年，除澳大利亚和美国外，多数经济体养老金配置股票占比收缩，另类资产崛起成共同趋势。加拿大养老金配置的股票占比从 2014 年的 34%降为 2024 年的 23%，十年降幅达 11 个百分点，而同期另类资产配置增加，从 25%升至 46%；日本亦呈相同的降配趋势，股票占比从 31%下降为 27%，债券从 58%下降为 55%，股债配置均下降，逐步转向另类

下载日志已记录，仅供内部参考

投资。相较之下，美国养老金中的另类资产配置占比不升反降，债券占比反之上升，达到31%。

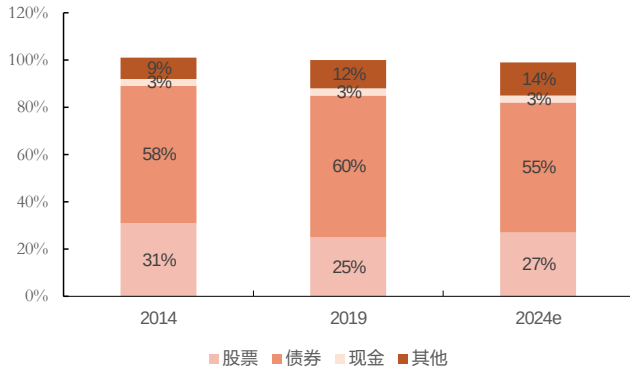
养老金投资的地域偏好也在发生结构性转变，本土股票配置比例显著下降。2024 年 P7 国家平均本土股票占比为 34.1%，较 2004 年的 57.1%大幅下滑 23 个百分点。其中美国与澳大利亚仍维持较高本土权益配置，而加拿大、日本、英国则处于较低水平。相比之下，本土债券配置变化相对缓慢，从 2014 年的 82.5%仅下降至 2024 年的 70%，或表明本土固定收益资产在多数养老金组合中仍具稳定角色。

图 19：加拿大养老金近十年资产配置变化



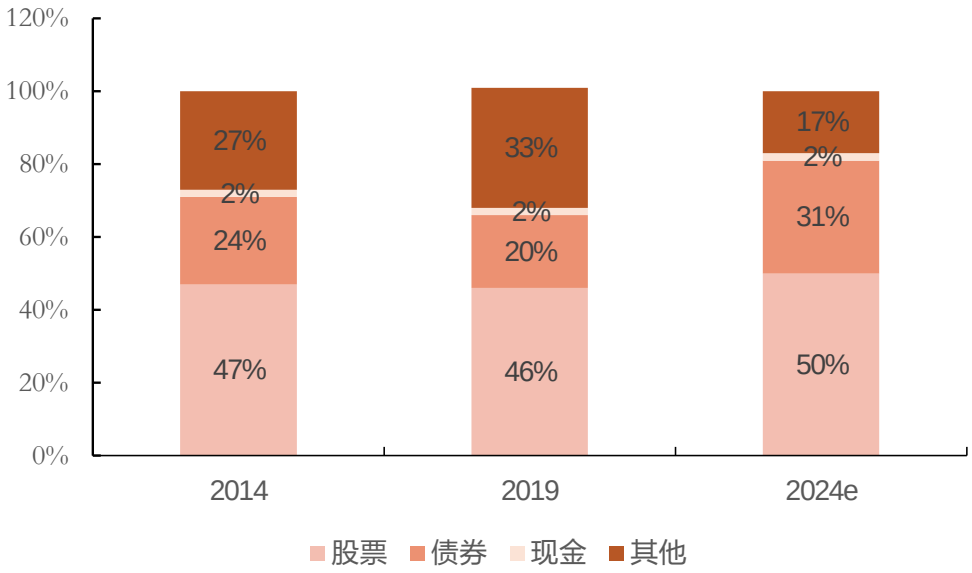
资料来源：Thinking Ahead Institute，天风证券研究所

图 20：日本养老金近十年资产配置变化



资料来源：Thinking Ahead Institute，天风证券研究所

图 21：美国养老金近十年资产配置变化



资料来源：Thinking Ahead Institute，天风证券研究所

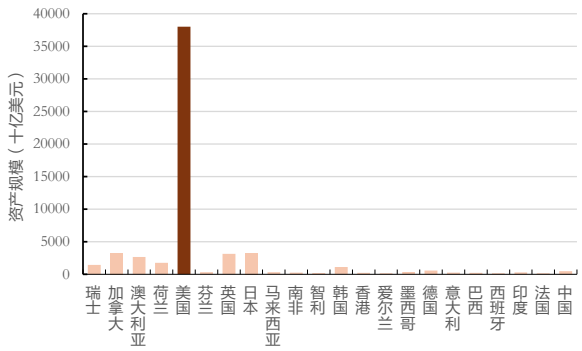
3. 美国养老金资产配置结构与机制演化

截至 2024 年，美国养老金资产总规模约为 37.99 万亿美元，占表列 22 个国家和地区养老金资产总额的约 64.9%，在样本市场中占据主导地位。从长期增长看，美国养老金资产规模由 2014 年的 21.71 万亿美元增至 2024 年的 37.99 万亿美元，十年复合增长率为 5.8%，显示出较强的资产积累能力。从相对规模看，美国养老金资产占 GDP 的比重达到 130.25%，在表列国家和地区中位居第五，仅次于瑞士、加拿大、澳大利亚和荷兰。庞大的资产规模及较高的经济渗透程度，为进一步考察美国养老金的资产配置结构与运行机制提供了背景。

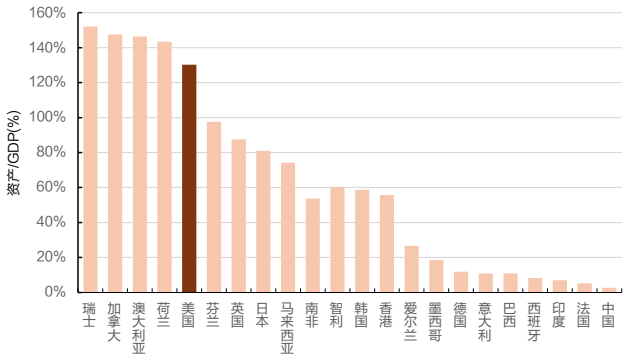
图 22：养老金资产规模，美国位列第一

图 23：各国养老金资产占 GDP 比率（2024）

下载日志已记录，仅供内部参考



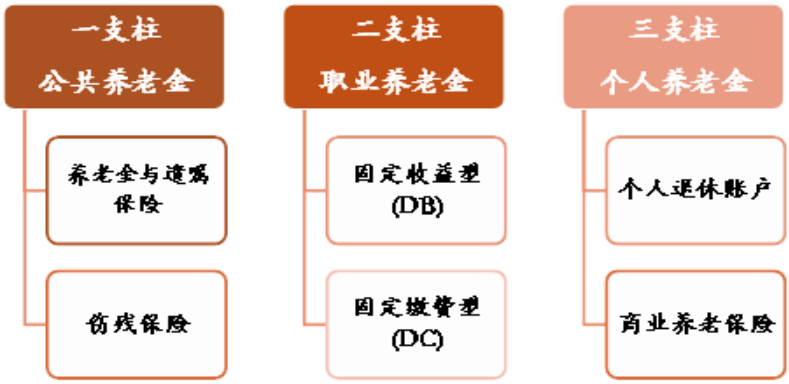
资料来源：Thinking Ahead Institute，天风证券研究所



资料来源：Thinking Ahead Institute，天风证券研究所

美国养老金体系采用世界银行提出的“三支柱”框架，并更加侧重第二、第三支柱。1994年，世界银行提出养老金“三支柱”概念，分别包括公共养老金计划（第一支柱）、职业养老金计划（第二支柱）和个人储蓄计划（第三支柱），此后这一框架逐步成为全球养老金制度研究和政策实践的重要参考。美国在此基础上建立了三支柱养老金体系，其中第一支柱为政府社会保障计划（Social Security），第二支柱为雇主养老金计划，第三支柱为个人养老金计划。

图 24：美国养老金三支柱体系



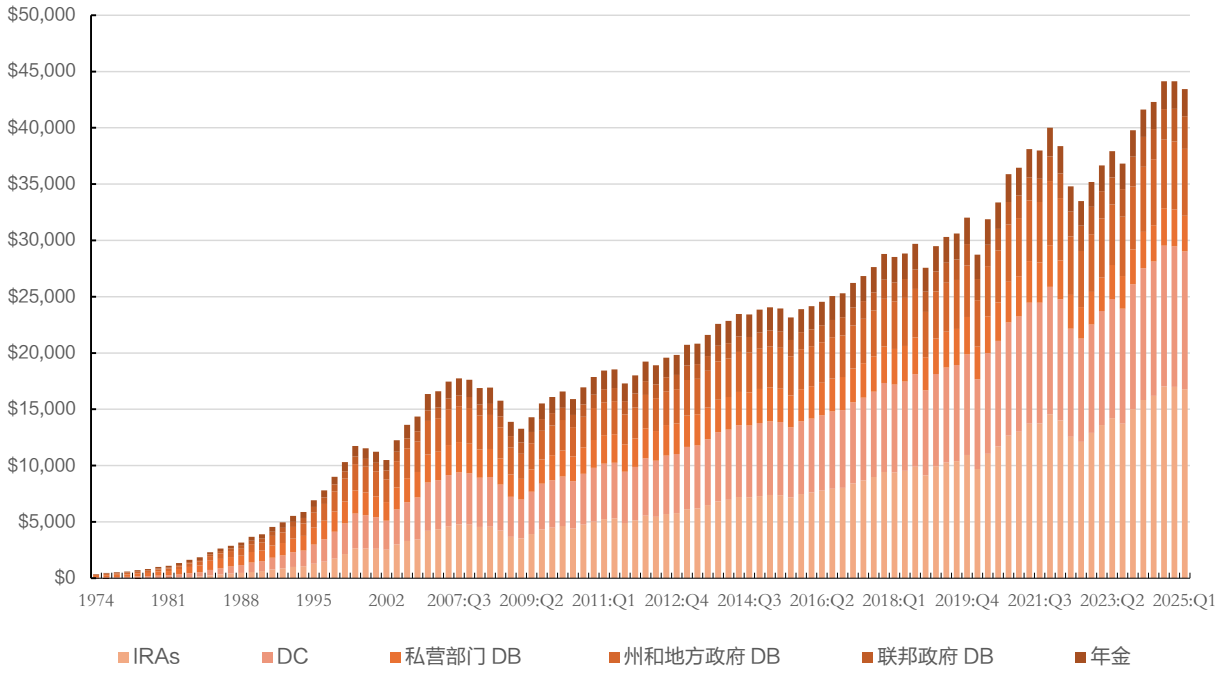
资料来源：HKEX，天风证券研究所

美国退休资产结构逐步向 IRA 与 DC 计划集中，账户型退休储蓄的重要性持续提升。截至2025 年第一季度，按六类账户和计划合计，美国退休资产总规模达到 43.43 万亿美元，其中个人退休账户（IRA）和确定缴费型计划（DC）资产分别为 16.78 万亿美元和 12.23 万亿美元，占比分别为 38.6%和 28.2%，合计规模达 29.01 万亿美元，占比为 66.8%。

人在草木间

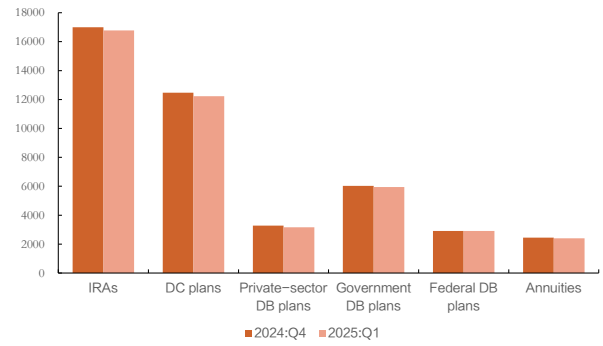
图 25：美国退休资产总规模

下载日志已记录，仅供内部参考



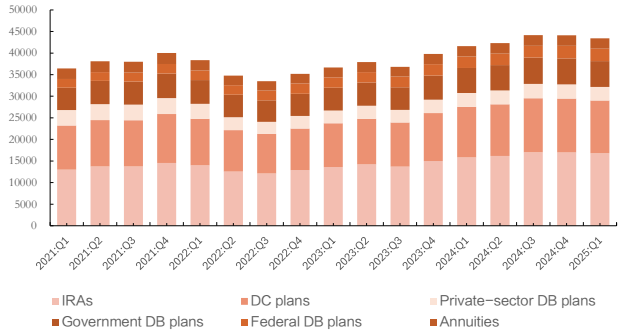
资料来源：ICI，天风证券研究所（单位：十亿美元，统计周期：1974－2006 年末，以及 2007 年第 1 季度至 2025 年第 1 季度）

图 26：2024 年 4 季度至 2025 年第 1 季度养老金配置



资料来源：ICI，天风证券研究所(注：单位：十亿美元)

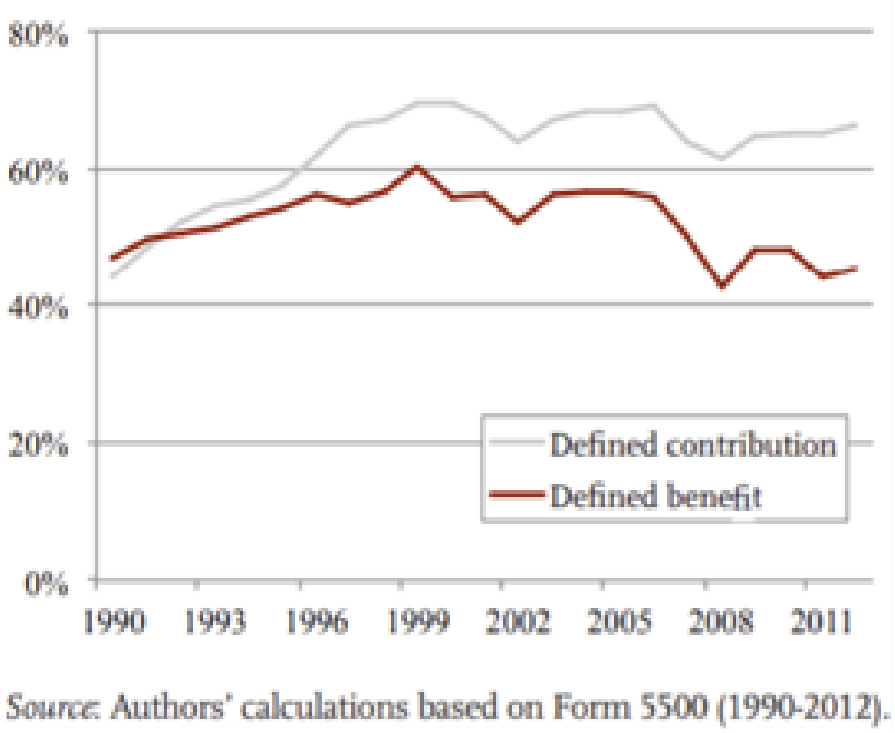
图 27：美国养老金资产结构演变（2021-2025Q1）



资料来源：ICI，天风证券研究所(注：单位：十亿美元)

下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：DC 计划高权益配置



资料来源：Alicia H. Munnell et al. Investment Returns：Defined Benefit vs. Defined Contribution Plans，天风证券研究所

3.1. 第一支柱：OASDI 的运行机制与基本保障功能

美国养老金第一支柱以老年、遗属及伤残保险（OASDI）为核心，为劳动者及其家庭提供基本收入保障。该制度由联邦社会保障署（SSA）管理，除退休福利外，还向符合条件的伤残劳动者及已故劳动者的遗属提供福利。多数劳动者通过工资扣缴方式缴费，自雇者则在报税时缴纳。资金分别进入老年及遗属保险（OASI）和伤残保险（DI）两个信托基金，用于向当期符合资格的受益人支付福利，未使用的资金留存于基金。两个基金的财务运作由受托人理事会监督，形成集中管理的公共保障机制。

退休福利以工作积分确定基本资格，并根据收入记录和领取年龄核定待遇。劳动者通常需要累计获得 40 个工作积分，每年最多获得 4 个，相当于至少积累 10 年的参保工作记录。符合条件者最早可从 62 岁开始领取退休福利，但提前领取的月度金额较低；达到完全退休年龄后领取可获得全额退休福利，完全退休年龄取决于出生年份，1960 年及以后出生者为 67 岁。退休待遇依据收入最高的 35 年所对应的平均指数化月收入计算，超过完全退休年龄后延迟领取可提高待遇，但延迟领取带来的增额止于 70 岁。此外，该制度为符合条件的长期低收入劳动者设置特殊最低福利，并将部分保障延伸至配偶、子女及其他符合资格的家庭成员。

OASDI 承担退休收入基础保障职能，并通过伤残和遗属福利覆盖家庭收入中断风险。因身体或精神伤残无法工作、且预计伤残持续至少一年或导致死亡的劳动者，在满足相应条件后可领取伤残福利；已故劳动者的配偶、子女及符合条件的受赡养父母也可能获得遗属福利。社会保障待遇通过生活成本调整应对通货膨胀，但其金额因收入记录、工作年限和首次领取时间而异。因此，第一支柱应作为退休收入的基础，并与雇主提供的 401(k)、403(b) 计划、个人退休账户（IRA）及其他储蓄和投资共同构成退休保障。

3.2. 第二支柱：从 DB 向 DC 转型

3.2.1. CalPERS：公共 DB 计划的典型案例

在州和地方公共雇员养老金管理中，加州公共雇员退休系统（CalPERS）是具有代表性的确定给付型（DB）公共养老金机构。CalPERS 作为全美最大的确定给付型公共养老基金，

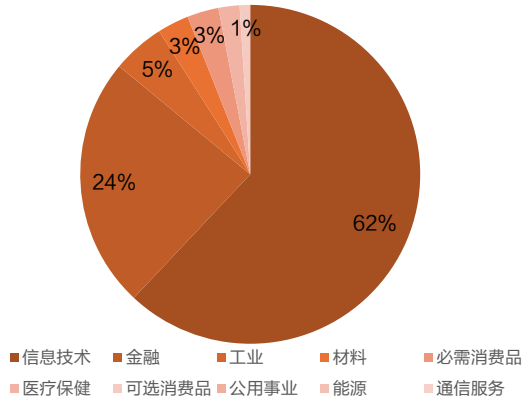
下载日志已记录，仅供内部参考

为超过 200 万名公共雇员、退休人员及其家属，以及 2,888 家签约雇主提供退休和医疗福利。截至 2023 年 6 月 30 日，其投资组合总规模约为 4,659 亿美元。CalPERS 以实现适当的风险调整后回报为投资目标，通过多资产类别配置降低对单一市场风险的暴露，并依据受托责任、资产配置和风险管理政策作出投资决策。

具体来看，CalPERS 的投资布局主要体现以下特征：

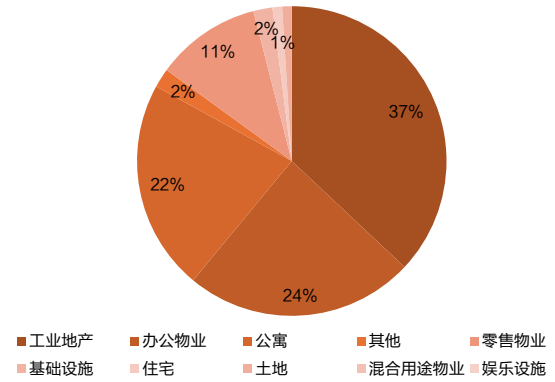
1. **多资产类别配置，兼顾分散风险与长期回报。**截至 2023 年 6 月 30 日，CalPERS 公开市场股权和固定收益投资规模分别为 2,009 亿美元和 1,237 亿美元，构成组合的主要部分；此外，私募股权、实物资产和私募债务投资规模分别为 602 亿美元、688 亿美元和 109 亿美元。
2. **加州投资覆盖多个资产类别，区域经济贡献属于投资的附带效益。**截至 2023 年 6 月 30 日，CalPERS 投向加州的资产约为 608 亿美元，占总投资组合的 13.1%。其中，公开市场股权、固定收益、私募股权、实物资产和私募债务在加州的投资分别为 299 亿美元、63 亿美元、31 亿美元、200 亿美元和 15 亿美元。实物资产投向加州的比例为 29.1%，为表列资产类别中最高，即 CalPERS 全部实物资产中约 29.1%位于加州。
3. **加州私募股权与实物资产呈现不同的行业和物业类型分布。**在 CalPERS 的加州私募股权投资中，信息技术和金融行业占比分别为 62%和 24%，其余投资分布于工业、材料、消费及医疗保健等行业。在加州实物资产投资中，工业地产、办公物业、公寓和零售物业占比分别为 37%、24%、22%和 11%。

图 29：CalPERS 在加州的私募股权投资行业分布



资料来源：CalPERS，天风证券研究所

图 30：CalPERS 在加州的实物资产投资类型分布



资料来源：CalPERS，天风证券研究所

图 31：CalPERS 按资产类别划分的加州投资情况（2023 年，单位：十亿美元）

资产类别	该类资产组合总规模	投向加州的金额	投向加州的金额占该类资产的比例
公开市场股权	$200.90	$29.90	14.90%
固定收益	$123.70	$6.30	5.10%
私募股权	$60.20	$3.10	5.10%
实物资产	$68.80	$20.00	29.10%
私募债务	$10.90	$1.50	13.80%
短期投资	$1.50	不适用（N/A）	不适用（N/A）
合计	$465.90	$60.80	13.10%

资料来源：CalPERS，天风证券研究所（注：数据截至 2023 年 6 月 30 日）

3.2.2. 401(k)：个人账户制的代表

在美国养老金体系中，第二支柱的 DC 计划主要包括 401(k)、403(b)、457(b)、TSP 等几类。截至 2025 年第一季度，美国雇主发起的 DC 计划总资产约为 12.2 万亿美元，其中 401(k)占据约 8.7 万亿美元，占比超过 70%。因此，401(k)不仅在私营部门退休储蓄中占主导地位，也在整个国家养老资产配置中担当核心角色。

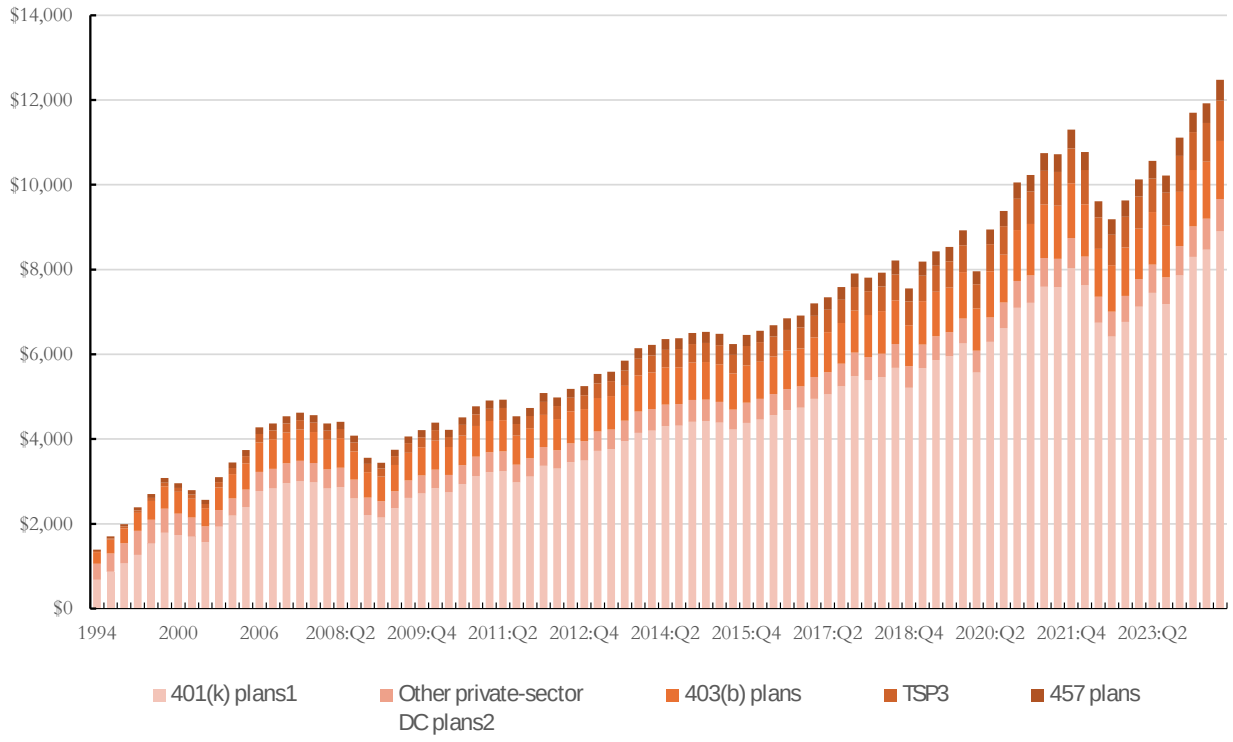
具体来看，德勤与 ICI 于 2011 年开展的 401(k)计划费用研究，揭示了受访计划在地区、行

下载日志已记录，仅供内部参考

业及服务商结构方面的以下特征：

1. **401（k）调查样本覆盖多个地区和行业，中西部及服务业的计划数量占比相对较高。**从地理分布看，受访计划发起方中，35%位于中西部，19%位于南部，西部和东北部各占 23%。相比之下，美国劳工部（DOL）统计的 401（k）计划总体区域分布更为均衡，中西部、南部、西部和东北部分别占 27%、25%、22%和 26%。从行业分布看，调查样本中服务业占比最高，为 22%，其次为金融服务业和医疗保健行业，分别占 14%和 13%。这些数据体现了受访计划的地区和行业构成差异，但或不能直接用于判断不同地区企业对 401（k）计划的偏好或各行业的计划覆盖率。德勤与 ICI 的 *Inside the Structure of Defined Contribution/401(k) Plan Fees* 报告同时指出，调查样本相较 DOL 统计总体更偏向大型计划，因此在估算综合费用时，按计划参与人数和资产规模进行了加权调整，以提高费用估计对整体市场的代表性。
2. **共同基金公司是 401（k）调查样本中最常见的记录保存服务提供商，服务平台可提供多类投资产品。**按计划数量统计，77%的受访计划使用共同基金公司作为退休服务提供商，保险公司、银行和第三方管理人（TPA）的占比分别为 8%、6%和 8%，比例因四舍五入未合计至 100%。报告将受聘管理计划记录保存业务的机构定义为退休服务提供商，其服务包括缴款、付款、收益及调整事项的记录，计划及参与者服务与沟通、合规测试以及教育材料和服务。

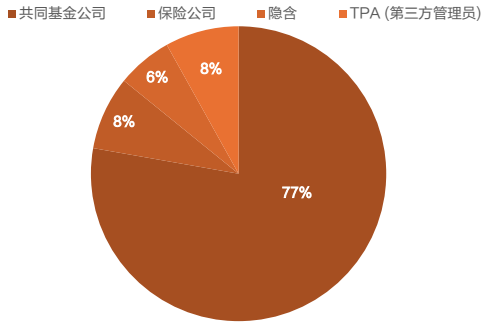
图 32：按计划类型划分的 DC 固定缴款计划资产规模



资料来源：ICI，天风证券研究所（单位：十亿美元，统计周期：1994–2006 年末，以及 2007 年第 1 季度至 2024 年第 3 季度）

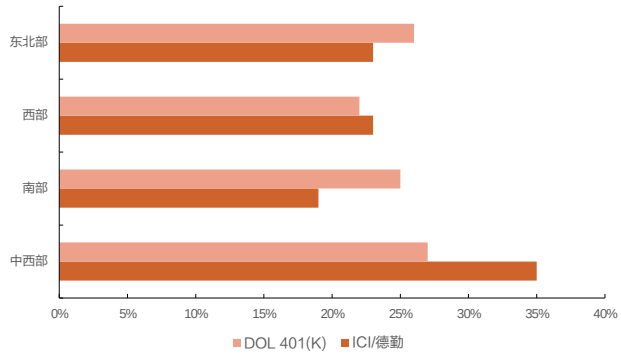
下载日志已记录，仅供内部参考

图 33：按计划占比划分的退休服务提供商类型



资料来源：Deloitte Consulting、美国投资公司协会（ICI），《Inside the Structure of Defined Contribution/401(k) Plan Fees》，天风证券研究所

图 34：按地区划分的 401(K)养老金计划比例分布



资料来源：Deloitte Consulting、美国投资公司协会（ICI），《Inside the Structure of Defined Contribution/401(k) Plan Fees》，天风证券研究所

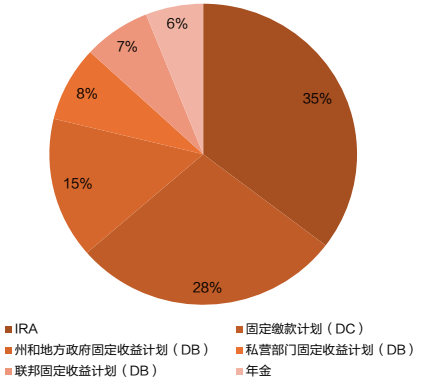
3.3. 第三支柱：IRA 的自由度与配置弹性

个人退休账户（IRA）是美国退休市场中规模最大的资产类别，雇主退休计划转存是推动其增长的重要渠道。截至 2023 年底，美国 IRA 资产规模为 13.6 万亿美元，占美国 38.3 万亿美元退休资产的约 35%；其中，约 5.8 万亿美元投资于共同基金，占 IRA 资产的 43%。从资金来源看，2023 年，62%的传统 IRA 持有家庭表示，其账户中包含来自雇主退休计划的转存资金；在这些有转存经历的家庭中，86%表示最近一次转存时转入了全部退休账户余额。包含转存资金的家庭，其传统 IRA 余额中位数为 15 万美元，高于不包含转存资金家庭的 5.5 万美元，或体现出 IRA 承接雇主退休计划资产、积累退休储蓄的重要作用。

IRA 覆盖各年龄和收入群体，家庭持有率随年龄增长而提高。2023 年，35 岁以下、35—44 岁、45—54 岁、55—64 岁及 65 岁以上年龄组的家庭 IRA 持有率分别为 34%、36%、39%、44%和 53%，全国家庭平均持有率为 42%。从持有 IRA 家庭的收入构成看，年收入低于 5 万美元的家庭占 17%，5 万至不足 10 万美元的家庭占 28%，10 万至不足 15 万美元的家庭占 21%。据此，年收入低于 15 万美元的家庭合计占 66%，其中 5 万至不足 15 万美元的家庭占 49%。

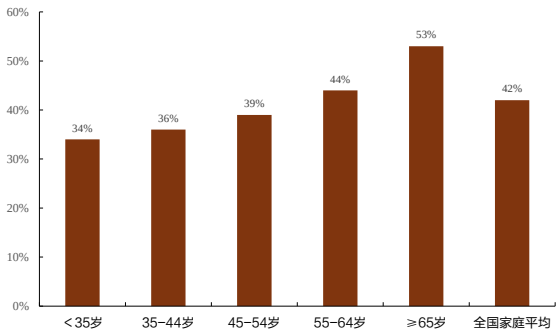
股票及股票基金是传统 IRA 资产配置的最大组成部分，计入基金内部股票持仓后，权益敞口更高。截至 2020 年底，传统 IRA 资产中，股票和股票基金占 55%，为最大的资产类别；债券和债券基金占 17%，非目标日期平衡基金占 13%，目标日期基金占 9%，货币市场基金占 5%，其他投资占 1%。这一结构体现了股票投资在传统 IRA 中的重要地位，同时，具体配置会随投资者年龄和账户余额规模而变化。

图 35：美国退休资产构成中 IRA 占比最大



资料来源：ICI，天风证券研究所

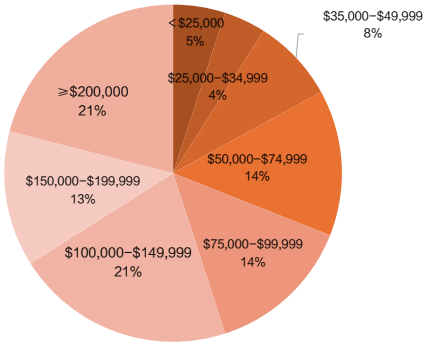
图 36：IRA 持有率与年龄关系



资料来源：ICI，天风证券研究所

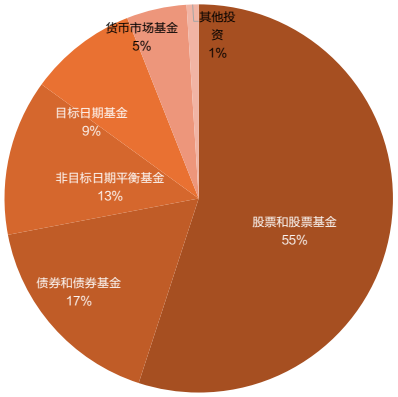
下载日志已记录，仅供内部参考

图 37：IRA 持有家庭大多为中等收入家庭



资料来源：ICI，天风证券研究所

图 38：IRA 资产配置以权益资产为主



资料来源：ICI，天风证券研究所

3.4. 多元化配置演进与公共养老金的长期投资表现

美国公共养老金持续拓展资产配置范围，逐步形成多元化投资组合。2001 年至 2023 年，美国公共养老金计划平均将约 20%的资产从公开市场股票和固定收益投资重新配置至私募股权、房地产、对冲基金及其他另类投资。从历史演进看，20 世纪二三十年代，美国公共养老金主要遵循“财政互助主义”理念，重点投资于市政债券；至 20 世纪中期，多数计划逐步转向审慎投资原则，为此后的投资组合多元化奠定基础。随着利率长期下降、上市公司数量减少，公共养老金持续调整投资结构，全球金融危机后的超低利率时期成为其配置方式发生显著转变的重要阶段。我们认为，这一演进体现了公共养老金根据经济和金融市场变化调整投资方式、拓展收益来源的长期趋势。

多元化组合在全球金融危机后多数滚动五年期内取得了优于传统股债组合的净回报。与 60%股票、40%债券及 70%股票、30%债券的传统组合相比，美国公共养老金的多元化投资组合在全球金融危机后的多数滚动五年期内，扣除费用后的投资回报更高，同时表现出较低的波动性。我们认为，上述历史表现体现了多元化配置在兼顾收益与风险方面的价值，但其优势并非在所有观察期内均能体现，仍需从较长周期评价配置效果。

多元化程度提高与回报假设调整，共同构成公共养老金实现长期回报目标的重要背景。全球金融危机以来，美国公共养老金计划在多数滚动五年和十年期内达到或超过了自身的精算假定回报率，多元化组合实现这一目标的频率也高于传统股债组合。同期，投资组合多元化程度提高，精算假定回报率有所下降。我们认为，评价养老金投资成效，既应关注组合的实际收益与风险表现，也应结合回报目标的变化。美国公共养老金的配置演进表明，适应市场环境、拓展投资范围并合理调整回报预期，是理解其长期投资表现与福利保障能力的重要视角。

4. 风险提示

1）海外流动性改善不及预期；2）地缘冲突反复，能源价格及供应链扰动超预期；3）市场风险偏好修复不及预期

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 22 层
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518028
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com