

美国401K计划论衡

Jason Hsu
Chief Investment Officer
Research Affiliates

子曰：“故，人不独亲其亲、不独子其子，使老有所终、壮有所用、幼有所长、矜寡孤独废疾者皆有所养。”这显示了中国的博爱思想，其层面涵盖了现今社会所理解的就业、教育、医疗及养老等有关社会民生的议题。其中有关养老的部分，更是目前现代化国家面对的严肃课题之一。

中国虽然有五千年的悠久历史，但对于养老制度的建立，仍须借镜西方国家施行多年的经验，正所谓“它山之石可以攻玉”。目前被视为全球施行最成功的养老金计划——美国401K养老金计划，近来国人也跃跃欲试，但401K计划果真如此之好？以往所施行的养老金制度就比较差吗？针对这个问题，笔者在此撰文以正本清源，希望能让大家有更透彻的认识与了解。

渐受欢迎的原因

目前美国两个主要的养老金计划是：“收益确定型”（defined benefit plan；DB）及“缴费确定型”（defined contribution plan；DC），后者常被称为401K计划。前者是较为传统，并且已经累积成巨大的资产规模。在此之前，多数企业采用“收益确定型”，只是近年来401K计划日渐受到欢迎，因此在资产规模上才快速地成长。

为何近来美国企业如此积极转而投入“缴费确定型”（401K），尽管该制度较无效率？这样的转变有两个主要原因，首先“收益确定型”计划代表着对企业损益表的风险。在经历市场大幅衰退后，“收益确定型”计划的退休金利益，将会低于承诺给付退休员工的利益，因此企业将承受员工退休时养老金不足的风险。以往企业会选择对投资绩效的风险负责，是因为企业相信这会鼓励企业替员工作出更好的投资选择，且员工无法承受投资绩效的风险。

其次，企业并未拨付“收益确定型”计划所需的资金，令员工退休时可能无法获得当初所承诺的退休利益。因为企业会假设他们未来将会实现很好的投资报酬，因此每年不会提拨充足的资金到“收益确定型”计划（这是为了尝试降低企业对养老金相关义务的劳工成本），这种情况对政府的“收益确定型”计划而言更是如此。企业短拨养老金以樽节开支，令劳工养老金不足的问题，是养老金的提供者（企业）和员工之间所存在着与生俱来的冲突。

企业转向“缴费确定型”，是为了减少因退休金投资绩效所引起的损益表风险。政府推动“缴费确定型”是因为政府理解到，因企业短拨养老计划所需之资金，已使得世界各地的“收益确定型”账户的价值，变成长期低于所需给付退休人员的利益，而且当企业退休金计划无法兑现承诺给退休人员利益时，这将会演变成主要的社会问题。透过两者的比较，“缴费确定型”计划将所有的责任与风险都放在个别劳工上，假如个别劳工并未将自己的“缴费确定型”户头做适当的管理，假如他缺乏投资管理能力，或者假如他不幸地经历了非常大的市场衰退，这些都会摧毁他的“缴费确定型”户头的价值，而这样的负面结果完全由劳工自行负责。

在某种程度上，对劳工而言“缴费确定型”会产生较差的结果，但对企业及政府而言，却是承担最少的社会性及政治性的风险，因为我们不能因人们在他们的“缴费确定型”账户上的存款太少，或选择赌上风险性的投资而责怪企业及政府。换言之，“缴费确定型”计划是将企业及政府对员工养老金的责任，做了某种程度上的转移，转移到承受风险能力较低的个别劳工上，而企业及政府则可避免员工养老金不足的社会舆论责难。



运行中存在的问题

美国401K计划在运行中出现了一些问题，值得我们借鉴思考。

首先，401K计划提供了太多的基金选择，而这些昂贵的主动型基金长期的绩效表现不佳。个人投资者并未注意到基金的昂贵支出比率，而高昂的费用是使得长期投资绩效低落的主要原因。

其次，个人投资者因为贪婪与恐惧，使得“缴费确定型”账户的交易太过频繁。

拉低长期投资绩效的另一个原因是投资者过度的反应与多余的交易，也就是个人投资者在绩效表现极佳时买入基金（因为买在相对高点，使得他们未来更可能出现较差的绩效表现，这是经验上的观察，回想一下投资人在2006年投资REITs或是在2000年投资NASDAQ），投资人也常常在主要市场崩盘之后，在低点疯狂抛售（例如在2008年金融风暴以及2001年NASDAQ崩盘之后的大卖）。

第三，个人投资者未能了解长期投资策略的资产配置及适当的多样化。大部分的投资人倾向于高度集中投资：要么全部抱现金并获取低的长期报酬，要么全部投入股票，这样的投资太过于集中。

第四，个人投资者没有了解投资生命周期理论。当投资人累积更多的资产并逐渐接近退休时，他们的投资组合需要变得愈来愈保守（因为他们未来的劳动收入价值将快速减少）。然而，大部分的投资人对此并不了解，尤其是许多投资人当他们正

要退休之际，却面临市场巨大的负面冲击时，他们的养老金将不足以提供他们退休时的需求。

第五，个人投资者在“缴费确定型”户头存钱太少。“收益确定型”账户就像是一个自动存款的方案，因为雇主自动将雇员的钱存入“收益确定型”账户；而“缴费确定型”计划就比较像是自愿性质的捐款，尽管政府提供退休金税收优惠的激励，员工仍可选择 not 积累自己的退休金。而且研究报告显示，许多员工没有为他们的“缴费确定型”账户提存足够的资金，因为他们没有节省开支的习惯，而且不了解长期投资的好处。结果是一般美国人的“缴费确定型”账户的存款非常少，使得“缴费确定型”计划无法保障美国劳工退休之后的基本生活水平。

根据联合国的统计预测，到2020年中国65岁以上老龄人口将达1.67亿人，约占全世界老龄人口的24%。中国正在快速迈向老龄化社会，健全的养老金制度的建立，不只关乎老年人安享晚年的生活品质，更与国家、社会的稳定与进步密不可分。每个制度在创始时必定立意良善，但最后成功与否却取决于执行者的心态与决心。目前欧美先进国家所面临的财政危机，多少也与执政者的心态有关（用短视的政策换得选票）；但不要忘了，同样是这些欧美国家也曾在历史上辉煌过四百多年，为何同样的制度到最后有如此天壤之别的差异，这正是最值得我们借鉴、反思之所在。

©2011 Research Affiliates, LLC. The material contained in this document is for general information purposes only. It relates only to a hypothetical model of past performance of the Fundamental Index® strategy itself, and not to any asset management products based on this index. No allowance has been made for trading costs or management fees which would reduce investment performance. Actual results may differ. This material is not intended as an offer or a solicitation for the purchase and/or sale of any security or financial instrument, nor is it advice or a recommendation to enter into any transaction. This material is based on information that is considered to be reliable, but Research Affiliates® and its related entities (collectively "RA") make this information available on an "as is" basis and make no warranties, express or implied regarding the accuracy of the information contained herein, for any particular purpose. RA is not responsible for any errors or omissions or for results obtained from the use of this information. Nothing contained in this material is intended to constitute legal, tax, securities, financial or investment advice, nor an opinion regarding the appropriateness of any investment. The general information contained in this material should not be acted upon without obtaining specific legal, tax or investment advice from a licensed professional. Indexes are not managed investment products, and, as such cannot be invested in directly. Returns represent back-tested performance based on rules used in the creation of the index, are not a guarantee of future performance and are not indicative of any specific investment. Research Affiliates, LLC, is an investment adviser registered under the Investment Advisors Act of 1940 with the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).

The trade names Fundamental Index®, RAFI®, the RAFI logo, and the Research Affiliates® corporate name and logo are registered trademarks and are the exclusive intellectual property of RA. Any use of these trade names and logos without the prior written permission of RA is expressly prohibited. RA reserves the right to take any and all necessary action to preserve all of its rights, title and interest in and to these marks. Fundamental Index® concept, the non-capitalization method for creating and weighting of an index of securities, is patented and patent-pending proprietary intellectual property of RA. (US Patent No. 7,620,577; 7,747,502; and 7,792,719; Patent Pending Publ. Nos. US-2007-0055598-A1, US-2008-0288416-A1, US-2010-0191628, US-2010-0262563, WO 2005/076812, WO 2007/078399 A2, WO 2008/118372, EPN 1733352, and HK1099110).

The views and opinions expressed are those of the author and not necessarily those of Research Affiliates, LLC. The opinions are subject to change without notice.