

# 生命周期基金：海外养老金投资主流选择

□招商证券 宗乐 顾正阳

生命周期基金(Lifecylce Fund),也被称为目标日期基金(Target-Date Fund),是兴起于20世纪90年代中期美国的一类新型基金产品类型。经过20余年的发展,此类基金逐渐成为美国养老金市场参与者最主流的投资选择之一。

## 生命周期基金呈现两大特点

近年来,全球人口老龄化问题逐渐凸显,个人养老保障已经成为世界各国面临的亟待解决的问题之一。在现有的各种养老体系尝试中,由公共养老金(联邦社保基金)、雇主发起的养老金计划(DC计划、DB计划)与个人退休账户(IRAs)组成的美国三支柱体系是当前最为成熟的养老金体系之一。截至2017年三季度,美国市场的养老金总规模已经达到27.2万亿美元,其中第三支柱个人养老金IRAs规模已达到8.6万亿美元,第二支柱中的确定缴费型计划(DC Plan)规模也达到了7.6万亿美元。

庞大的商业养老金体系资金催生了对以养老为目标的投资产品标的的巨大需求,而作为针对这一特定需求产生的产品形式,生命周期基金在上个世纪90年代中期应运而生。

产品的结构往往由产品的实际投资目标与约束决定。对于个人投资者来讲,养老投资的主要目标是为退休后生活提供一定比例的保障,使得其退休后收入能够达到退休前收入的一定比例以上。为了达到这一目标,养老金的运作形式往往采用类似定期储蓄、投资的方式,雇员在职业生涯中定期将收入存入养老金账户进行投资,最后在退休后一次性/定期地从账户中提取资金。在这样的投资目标与方式背景下,以养老保障为目标的生命周期基金呈现出的两大特点:

1. 从养老资金长期投资角度出发,对回报的追求决定了产品初期较高的权益类资产配置比。

为了追求更好的退休生活水平,生命周期基金最大的目标就是在控制风险的前提下,提高投资的回报率,而又由于商业养老金往往采取定期缴费的机制,具有长期稳定的现金流流入,所以对于资产的长期收益水平更为看重。

从较长的时间跨度来看,投资于权益资产能够获得显著的权益风险溢价,从而能够为长期投资者创造更高的回报水平,这就决定了生命周期基金在初期会更多配置权益类资产。

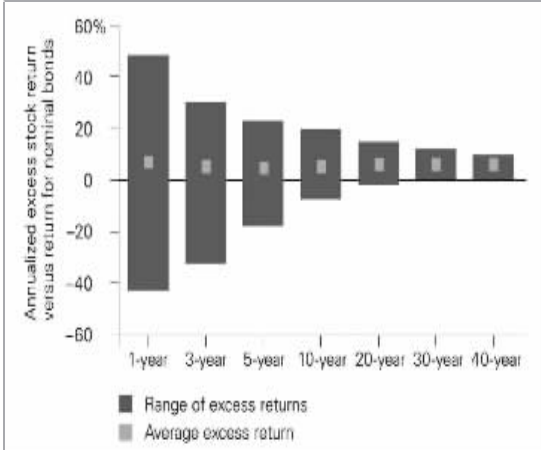
2. 临近退休时,对于现金流提取确定性的追求决定了投资组合逐渐偏向于固定收益类资产。

随着养老目标基金的长期运作与资金的不断投入,投资组合的净值在接近退休时已经达到了一定规模,而在这时,投资者更为看重的是产品到达提取日后现金流的确定性——他们对于资产大幅波动的容忍性逐渐降低(这时的大幅回撤会大大影响提取现金流,同时净值回复的概率也随着时间推移逐渐减小),产品的投资目标从追求长期高收益慢慢转向追求资产组合的低风险。所以,从产品结构上,投资组合逐渐向固定收益类资产倾斜。

如下图所示,在海外生命周期产品结构中,大类资产比例配置往往会从高配权益类资产逐渐转变为高配低风险固定收益类资产,所以海外形象地借鉴了飞机下滑的概念,将其称为“下滑路径(Glidepath)”。

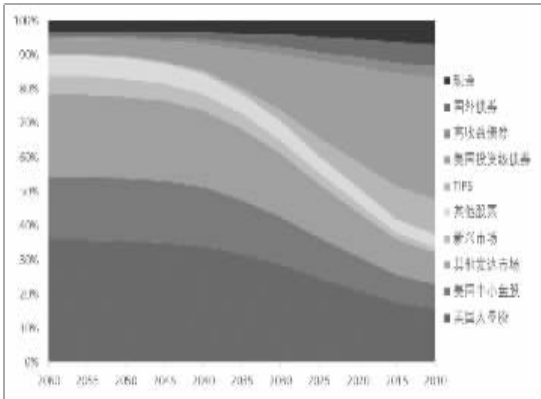
值得注意的是,生命周期产品的投资逻辑往往以自上而下的大类配

图1:美国市场不同时间跨度风险溢价统计(1926-2014)



数据来源:Vanguard,招商证券

图2:美国市场生命周期基金的平均资产配置比例



数据来源:Morningstar,招商证券

置为主,对于底层资产的收益风险表现的稳定性以及资产的流动性较为看重。所以,海外的生命周期产品往往采用FOF的运作形式,以大类资产的被动基金作为投资标的进行投资。

## 历程:生命周期投资——从理论走向实践

尽管生命周期基金是一个相对新兴的产品,但是生命周期投资理念的发源可以追溯到上个世纪60年代末。生命周期基金在海外的发展,主要经历了几个关键的时间点。

1. 生命周期投资理论的诞生。生命周期投资理论研究可以溯源至Merton在1969对多时期资产投资理论的研究,该方法在接下来几十年中一直被用于各种情境下的多期投资领域研究。

2. ERISA法案签署。1974年,美国国会通过了《雇员退休收入保障法案(Employment Retirement Income Security Act, ERISA)》,该法案通过将养老金与税收紧密挂钩,并提供税收激励的方式,使职业养老金从福利转变为提高企业利润的手段,同时也约束规范了养老金的投资与管理,从联邦层面推动了职业养老金的发展。

3. 生命周期基金产品的诞生。1994年,富国银行等机构首先设计创立了生命周期型基金——LifePath Funds,真正揭开了生命周期型基金产品运作的序幕。

4. PPA法案的签署。2006年,美国签署了《养老金保护法》。该法案的

主要意义体现在三方面:首先,该法案提高了缴费上限额度,进一步提高了雇主与雇员的参与积极性;第二,该法案完善了自动加入机制,规定雇主无需雇员的书面同意,就可以从雇员收入中提取费用进行缴费,减少了雇主受到的来自于雇员的阻力,提高了401(k)计划的覆盖率;第三,该法案给出了合格默认投资选择(ODIA),将生命周期等三类产品设定为ODIA,规定在雇员没有做出明确选择时,雇主将计划投资于ODIA,可以免去投资损失的受托责任。在提高公司积极性的同时,也大大推动了生命周期基金的发展。

## 现状:生命周期基金正成为养老金投资的主流选择

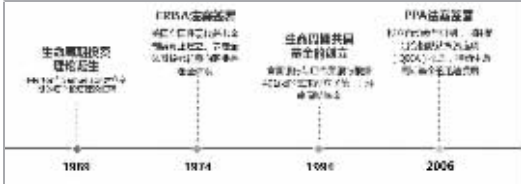
从生命周期基金在美国市场的发展来看,在过去20多年的历程中,此类基金取得了长足的发展。尤其在PPA法案颁布签署之后,此类基金已经逐渐成为养老金市场最为主流的投资选择之一。

1. 从总量角度看,生命周期基金总规模增长速度迅猛

根据ICI的统计,在2017年三季度,美国市场生命周期基金的总规模已经突破1万亿美元大关,达到1.06万亿美元。其中,来自个人退休账户(IRAs)的资金约为2,090亿美元,确定缴费型养老金计划的资金约为7,080亿美元,其他投资账户配置资金所占规模约1,380亿美元。

从发展速度上分析,生命周期基金一直保持了较快的增长速度,20年

图3:生命周期投资及生命周期基金的发展历程



资料来源:招商证券

图4:生命基金规模演变(单位:十亿美元)

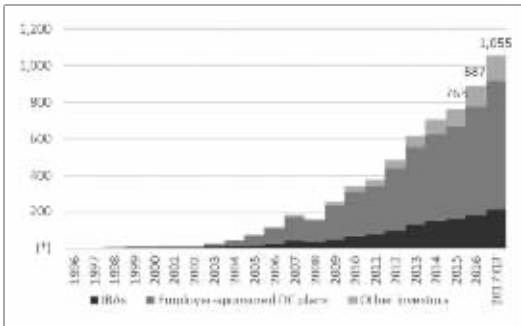
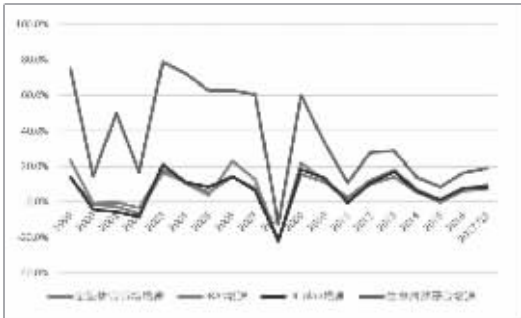


图5:生命周期基金增速与养老金全市场增速比较



数据来源:ICI、招商证券

来同比增长速度均大大高于全退休金融市场的发展速度,也大大高于生命周期基金主要资金来源——个人养老金(IRAs)以及确定缴费型养老金(DC plans)账户的增长速度。

而通过对DC计划,也就是生命周期基金最主要的资金来源进行进一步分析可以看到,在过去20多年确定缴费型计划的投资比例中,美国国内股票基金占比明显下降,而均衡基金的比例稳步上升,从1996年的9.5%上升到了2017年三季度的25.8%。

2. 从投资者结构角度看,生命周期基金在市场新进入者中占比逐年提高

根据美国雇员福利研究所(E-BRI)在2017年对2015年美国养老金市场的统计,可以看到越年轻的计划参与者,配比有越多的生命周期基金。细究这个现象的原因,认为这一变化背后,并不能简单地归结为青少年计划参与者对生命周期基金的主观偏好在增加,更为主要的,是由于2006年的PPA法案推动了市场新进入者选择了规定的默认选项中的生命周期基金。

除此之外,还可以进一步对就业市场新进入者的投资结构进行分析。在PPA法案通过之后,新受雇者中选择生命周期基金作为投资选项的比例越来越高。从整体上看,新受雇者拥有生命周期基金的比例从2006年的28.3%升高到了59.7%,并且这样的趋势在任何一个年龄段都较为明显。

虽然从总量上来说,生命周期基

金占全市场比例还较低,截至2017年三季度,生命周期总规模仅占整体养老金市场27.25万亿规模的3.9%。但是从流量角度出发,可以看到生命周期基金正逐渐地成为了养老金市场新进流量的主流选择。

## 发展:体制健全+税收优惠+监管引导+定位明确

生命周期基金近十多年来在海外得到了长足的发展,发展速度大大超过养老金市场整体,而目标风险等相似目标的基金却发展逐渐停滞。我们认为,以下四大因素是促使此类基金迅速兴起的主要原因。

1. 美国拥有成熟健全的养老体系:成熟的养老体系是生命周期产品发展的基础要素。截至2017年三季度,职业养老金中的DC计划与个人养老金(IRAs)规模分别已经达到7.68万亿美元与8.58万亿美元,这样巨大的规模给生命基金提供了充足的资金来源。

2. 税收优惠推动了养老金市场的进一步发展。对以401(k)为代表的DC计划的发展进行研究可以看到,税收优惠是美国职业养老金市场发展的最根本的要素。美国对其施行了EET税收优惠措施,也就是说,通过加入DC plan的方式,劳动者可以将一部分支出作为养老储蓄税前支出,减免当期税负水平。而在投资过程中,DC plan也可以免缴税收,只有在最后提取时,需要进行个税上缴,保证了这部分收入仅需单次缴税。这样的政策降低了计划参与者的整体个税负担。对于大多数人来讲,在职时收入较高,个税的适用税率相对较高,而退休后的收入较低,适用税率较低。正是由于这种原因,在提出税收优惠后,以401(k)为代表的DC计划的覆盖率大大提升,从而为生命周期基金提供了良好基础。

3. 政策法规引导养老金投资生命周期基金。政策引导是生命周期基金发展的核心要素。在美国养老金体系的发展过程中,政府通过一系列的法规,引导职业养老金这一支柱的发展。而在职业养老金投资选项中,通过给出默认投资选项的方式促进了生命周期基金、目标风险平衡基金与管理型基金的发展。

而在美国之后,包括英国、澳大利亚等其他许多国家与地区也通过相似的方式改革自身的养老金体系,推动生命周期型基金发展。

4. 生命周期基金产品定位更符合投资者养老需求。在政策与体制基础推动之外,生命周期基金的产品特性使得它作为一个默认投资选项,更受雇主、雇员的认可与青睐。一般的均衡基金/目标风险基金,没有反映人不同时期偏好的变化,在长期的投资过程中,需要投资者根据风险偏好的变化自行调整投资选项,增加了计划参与者的额外选择负担。同时,由于此类基金往往会通过激进/均衡/保守来为不同基金取名,但一般投资者往往会根据取名,在选择时倾向于风险水平居中的产品。而生命周期基金针对人生命不同周期采取相适应的投资策略,用一站式方案解决了投资者选择的难题,更适合对养老金管理参与决策较为被动的投资者。