



先锋专业管理配置：专注退休储蓄计划

——海外专业管理配置服务研究（下篇）

■ 主要观点：

自明年1月1日起，我国将实施企业年金、职业年金个人所得税递延纳税优惠政策，该举措被认为是中国版的“401K”条款。虽然与美国的“401K”计划还有一些差别，但递延纳税政策的实施，势必逐步的扩大国内企业年金和职业年金的规模。固定缴款计划是美国基金的主要资金来源，本文介绍美国先锋集团在包括“401K”计划在内的固定缴款计划（Defined Contribution Plan）方面开展的专业配置服务，并对这些计划参与者的行为进行分析，供国内基金公司在开展企业年金业务时参考。文章认为：

- 目前，美国固定缴款计划（DC计划）参与者接受专业管理配置服务的趋势很明显。2012年，超过三分之一的先锋年金计划参与者把其账户资产配置到目标日期基金、单一目标风险基金、传统的平衡基金，或者是管理账户服务；
- 这些专业管理配置服务使得计划参与者取得较为稳健的退休储蓄回报。与个人决策相比，专业管理组合的回报差异较小；
- 投资决策权从参与者个人逐步转回到雇主选择的投资和顾问项目，参与者在不同项目间进行资产转换的频度下降。

日期：2014年1月6日

报告编号：

相关报告：

首席分析师 代宏坤
021-53519888-1903
Daihongkun@sigchina.com
执业证书编号：S0870511060001

自明年1月1日起,我国将实施企业年金、职业年金个人所得税递延纳税优惠政策,该举措被认为是中国版的“401K”条款。虽然与美国的“401K”计划还有一些差别,但递延纳税政策的实施,势必逐步的扩大国内企业年金和职业年金的规模。国内多数基金公司在探讨这一政策将给基金公司带来的发展机遇,思考如何重新布局企业年金业务。固定缴款计划是美国基金的主要资金来源,本文介绍美国先锋集团在包括“401K”计划在内的固定缴款计划(Defined Contribution Plan)方面开展的专业配置服务,并对这些计划参与者的行为进行分析,供国内基金公司在开展企业年金业务时参考。文章认为:

- 目前,美国固定缴款计划(DC计划)参与者接受专业管理配置服务的趋势很明显。2012年,超过三分之一的先锋年金计划参与者把其账户资产配置到目标日期基金、单一目标风险基金、传统的平衡基金,或者是管理账户服务;
- 这些专业管理配置服务使得计划参与者取得较为稳健的退休储蓄回报。与个人决策相比,专业管理组合的回报差异较小;
- 投资决策权从参与者个人逐步转回到雇主选择的投资和顾问项目,参与者在不同项目间进行资产转换的频率下降。

专业管理配置服务类型及趋势

先锋集团是美国固定缴款养老计划(DC计划,该包括401K、403B等计划)的主要管理机构,管理了约5000亿美元的DC计划资产,为1600个计划发起单位和超过300万计划参与者提供全面的账户管理服务。

一般来说,美国企业雇员可以自主的在雇主选定的投资范围内进行决策并对投资结果负责,每个计划参与者平均都可以在18个备选方案中选出适合自己的401(K)资产投资计划。但是,很多参与者在面对投资决策时仍不知所措。针对这一状况,基金公司推出了多种专业管理配置产品和服务。先锋集团的专业管理配置服务类型包括目标日期基金、目标风险基金、传统的平衡型基金,以及管理账户服务等。

从目前发展的趋势来看,基金公司针对养老计划的产品供给在增加,计划参与者也倾向于使用专业管理配置服务。2012年,超过1/3的先锋计划参与者选择了专业管理配置服务,这种发展趋势的主要驱动力来自于使用目标日期基金人数的增长。2012年,27%的计划参与者投资了单一目标日期基金(图1),新参与者(指首次加入计划)投资单一目标日期基金的比率更是高达65%。由于对目标日期这种投资方式需求的不断增长,可以预见,在2017年将会有55%的参与者以及80%的新参与者选择专业管理配置服务。选择专业管理投资服务是投资决策权转变的信号,预示着投资决策制定的责任从投资者自己身上转移到了雇主选择的投资和专业顾问项目上。

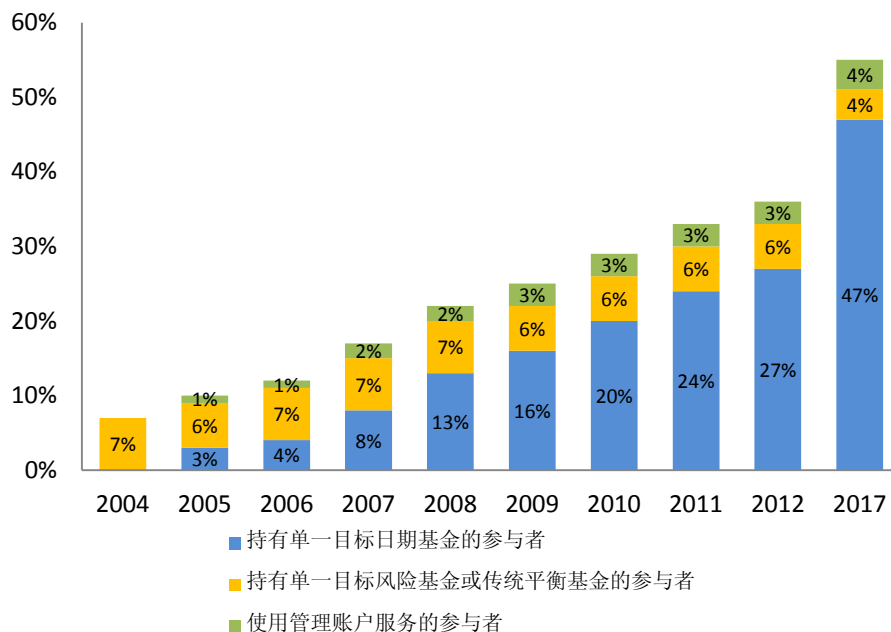


图 1：使用专业配置服务的发展趋势

数据来源：Vanguard, 2013.

目标日期基金逐渐取代了目标风险基金，成为了 DC 计划中的主要配置标的。目标日期基金的组合配置基于一个预期的退休日期，基金的资产配置在逐步接近基金的目标年份时而变得更加保守。截至 2012 年年末，将近 9 成的投资者参与了提供目标日期基金的“计划”，一半的参与者把他们的全部或部分资产投资于目标日期基金。不同的是，目标风险基金维持一种静态的风险配置，从 2003 年起，计划中把目标风险基金作为投资选择的比例已经从 50% 缩减至 25%。不过，仍有 16% 的计划既包括目标风险基金，也包括目标日期基金（图 2）。

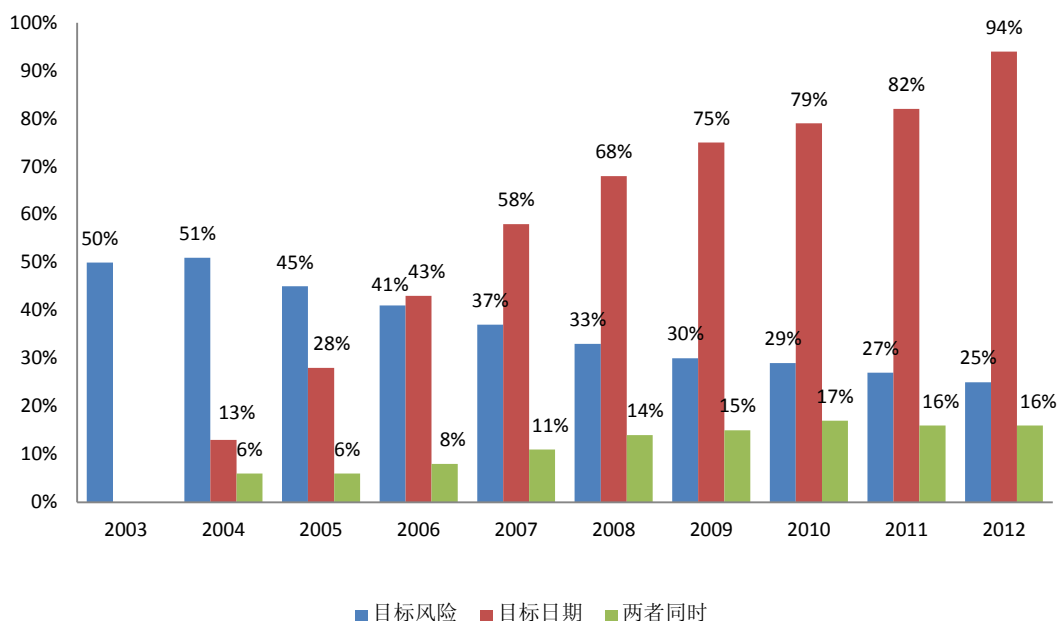


图 2：采纳目标日期和目标风险基金先锋 DC 计划的变化趋势

数据来源：Vanguard, 2013.

投入目标日期基金的方式通常有两种，一种是单一型，一种是混合型。单一型投资者仅持有单一的目标日期基金，投资者通常更年轻，收入较少，参与雇主养老计划的时间较短且账户金额较少。这一类投资者在 2012 年占比达到 54%，默认自动加入目标日期基金是一部分单一型日期投资者数量增加的一个重要原因。但是，大部分的单一型投资者更愿意把是否加入计划的选择权握在自己手里。混合型投资者除了持有目标日期基金外，还持有其他的投资品种，混合型投资者在个人偏好和投资组合特征方面与非目标日期投资非常类似。

为了满足雇员资产配置和投资决策制定的需求，企业雇主聘用先锋公司作为投资顾问合作方，提供包括管理账户服务、线上咨询服务、个人线上理财咨询等服务。管理账户服务以及线上投资顾问服务由第三方投资顾问公司——金融引擎公司提供。管理账户服务主要针对更喜欢专业投资管理的参与者，用养老计划内包含的基金来定制组合，并保持动态跟踪以及再平衡。目前，先锋 1/6 的供款计划提供定制账户咨询服务。由于大型计划更偏好提供这类咨询服务，几乎一半的参与者都开通了管理账户服务。除了管理账户服务外，线上咨询服务主要针对想要自己管理账户的投资者，有 1/3 的计划提供线上咨询服务，由专业的投资顾问协助投资者优化管理投资组合，并且定期提供一些投资组合配置建议。由于大型的计划更偏好提供咨询服务，已经有 2/3 的参与者开通了线上咨询服务。

专业配置服务避免了股票配置的极端化

专业配置服务的一个主要效用是避免个人投资者股票配置的极端化。股票是很多计划参与者主要的资产配置类型，从投资角度出发，配置六成以上的股票资产更能满足大多数养老计划中长期养老金的投资目标。养老计划使用专业管理配置服务降低了股票配置的极端化。

由于能够减少投资组合构造的误差，专业管理配置服务受到了越来越多人的青睐。统计显示，持有广泛分散化投资组合的参与者占比从 2003 年的 35% 上升到了 2012 年的 63%（图 3），持有集中股票配置的投资者和持有极端股票仓位的投资者的数量也分别减少了一半。

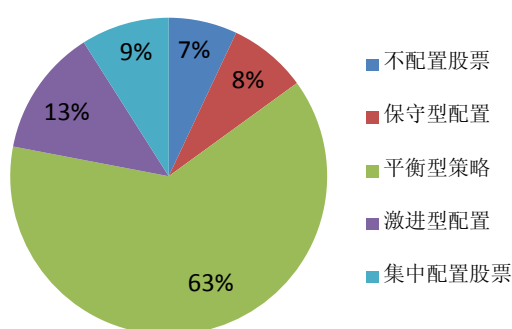


图 3：先锋 DC 计划参与者配置股权类资产的比重

随着使用专业管理配置服务的增加，DC 计划参与者随着年龄的增长而不断的减少股票配置。一般来说，投资者生命周期所对应的股票配置比例呈现驼峰状，年轻和年老的参与者采取比较保守的配置，而中年投资者则拥有最高的股票资产。不过，先锋 DC 计划的投资者中股票配置的比例和年龄呈现显著的反比关系，这一现象与目标日期基金和管理账户服务的广泛使用有着密切关系，二者都表现为随着年龄的增长不断减少股票配置。

专业管理配置的广泛使用也减少了对股票做极端配置的比例。在一种极端情况下，不配置股票资产的参与者人数已从 2003 年的 14% 下降到了 2012 年的 7%；在另一种极端情况下，全部投资股票资产的参与者占比从 24% 降至 9%。由于专业管理服务包括投资股票和固定收益资产，因此参与专业管理配置的投资者不会持有极端的股票仓位。目标日期基金的好处就是能消除这种极端的股票配置情况，因为非目标日期参与者更倾向于持有极端的股票配置，25% 的自己做决策的投资者会持有极端的投资组合（其中 11% 无股票配置，14% 则全仓股票）。

此外，投资者会根据他们参与雇主退休计划的年份来决定当前的资产配置情况。例如，在 2008-2009 年加入计划的投资者，股票仓位基本在 72%，稍微低于在 2007 年加入计划的投资者；2011-2012 年加入的投资者把超过 3/4 的资产投向股票，2012 年的新参与者有将近 2/3 的供款资产投向目标日期基金。

专业管理组合的回报差异小

有两种类型的投资回报：总回报和投资者个人回报。总回报率反映了时间加权的投资业绩，可与基准指数进行结果比较；个人投资回报率是资金加权的回报，考虑了资金的流入和流出，反映了个人账户的投资收益。

从投资收益来看，即使经历了 2008 年股票市场的大幅下跌，截止到 2012 年底，一个典型的专业组合配置的参与者账户财富也上涨了 12%。金融危机后，美国股票市场经历了 2009 年、2010 年复苏，以及 2011 年的平淡后，在 2012 年表现强劲，DC 计划参与者一年期的平均总回报率和平均个人回报率分别达到了 12.4% 和 12%。截止到 2012 年 12 月 31 日，过去 3 年和 5 年总回报率和个人回报率的中位数都取得了盈利，其中 5 年期的参与者总回报率平均每年为 2.3%，累计回报率达到了 12%（个人回报率平均每年为 3.9%，累计个人回报率达到了 21%）。

相对于自己做决策，参与专业管理配置的投资者在回报率上的分化较小。对于参与单一目标日期的投资者，其 5 年回报率的范围从每年 1.7% 到 3.7%，差别大约是 2 个百分点；对于参与单一平衡基金和管理账户的投资者，其年度回报率大约在 2% 到 3% 间。专业管理账户是个性化的组合方法，因此其投资结果的分散化程度比目标日期基金更高。相对来说，那些自己做决策的投资者的实际回报在每年 -1.9% 到 6.4% 之间，差别在 8 个百分点内。

与目标日期基金相比，参与管理账户服务的投资者回报更加分散，反映了管理账户服务的个性化特征很鲜明。截止 2012 年底的 5 年间，

单一目标日期投资者的回报分布位于主要的市场指数收益高低之间，因为大多数的目标日期组合都是不同美国股票、国际股票或者债券的组合。单一平衡基金投资者的回报反映了大多数平衡性基金具有相同的股票配置，其典型的配置是把 35%到 65%的资产配置到股票中去。

账户资产在不同计划间转换

计划参与者会根据对市场发展趋势的判断而在不同的计划间进行转换。投资者要决策未来应该如何进行配置，投向何种计划。这些交易活动表明了参与者持有某种投资工具的时间，同时也可衡量参与者为应对短期市场的波动而改变组合的意愿。

计划参与者的行为是变化的，大多数参与者会根据风险偏好而不断的做出调整，有时候提升股票比重，有时候降低。在特定的市场下，交易金额不只向一个方向流动，参与者从股票转入或转出资金。就算是在股票市场大幅波动的期间，参与者也并不完全放弃股票，只有小部分参与者会完全放弃持有股票。从 2012 年的情况看，市场波动的水平相对适度，只有 1%的参与者完全地放弃股票，剩下的 11%的参与者忙于使组合更加多样化。在一个极端，减少股票头寸超过 10 个百分点的参与者有 2%，而在另一个极端，少于 1%的人完全转向股票的组合。从更长的一个时间期间来看，在 2008—2012 年间经历了金融危机和熊市，也只有 3%的参与者放弃了股票，31%的参与者只是小幅的调整了其组合，其中只有 13%的参与者转换股票配置的幅度超过 10 个百分点，大约三分之二的投资者并没有调整其退休账户。

近年来，计划参与者通过市场择时在不同计划间进行资产转换的频度下降。虽然市场在 2012 年有较大波动，但是只要 12%的参与者进行了一个或者多个组合的交易，低于 2008 年的 16%。在 2012 年的前几年，参与者进行交易的比重更低，基本上不进行调整。整体上，参与者在 2009 年到 2012 年间的交易活动要低于 2004 到 2005 年期间，当时市场表现更加良性。从资产类别来看，2012 年只有 1.7%的净资产从股权类资产转向固定收益，而在 2008 年这一比例为 3.9%。

分析师承诺

分析师 代宏坤

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。

上海证券基金评级定义

类别	分级及定义	
综合评级	★最低	★★★★★最高
选证评级	★最低	★★★★★最高
择时评级	★最低	★★★★★最高
夏普比率	★最低	★★★★★最高