



【2017】第 17 期 总第 81 期

中国证券投资基金业协会

2017 年 12 月 12 日

---

## 个人养老金的投资、产品和市场培育经验

【编者按】随着我国养老金第三支柱渐行渐近，深入认知个人养老金的特殊性，提升投资能力，设计产品，培养参与人的养老金投资意识和提供便捷的服务是第三支柱制度落地和健康发展的关键内容。为此，中国证券投资基金业协会（以下简称“协会”）日前举办了“个人养老金投资与产品销售”培训班，邀请来自富达(Fidelity)的专家介绍美国的相关经验。富达在美国 DC 和 IRAs 计划的市场占比分别为 26%和 16%，是美国个人养老金主要的金融产品和服务的提供商。协会组织整理了培训内容，以供各界专家和会员机构参考。

## 一、对负债端的分析是养老金投资的关键因素

### （一）动态的资产负债相配原则

美国富达投资高级研究顾问郑任远（Ren Cheng）长期深耕美国的养老金投资和研究领域，被称为“目标日期基金之父”，创设了美国第一只目标日期基金，经过 20 年的发展，目标日期基金已经成为个人养老金投资的主要产品。他认为，第一支柱的动态资产负债匹配原则对第二、第三支柱的养老金投资具有借鉴意义。在过去的几十年中，全球投资市场的环境产生了巨变，市场发生极端事件时，政府和 DB 计划的管理人面临越来越大的挑战，主要表现于管理资产和负债之间相匹配的问题。第一支柱养老金管理的核心在于负债，即将来面临的养老金支付总额，相对的，管理资产的目的在于寻求最恰当的与负债匹配的方式。

在美国，通常根据企业员工的薪水、职位和结构来计算未来 30 年的养老金负债结构，其中最为重要的就是未来 30 年每年预计的福利支出的折现率，从动态的角度、结合折现率研究企业的养老金负债，有助于改善企业财务部门和资产管理机构投资经理对于养老金计划管理和投资的认知，优化养老金的当期现金流特征和风险收益特征，从而匹配养老金支付的根本诉求。

### （二）动态的资产负债分析方法

富达投资郑任远以 1997 年时两个企业的养老金计划案例，说明在养老金资产和负债结构相同的情况下，根据负债端不同的动态现金流折现特点，应匹配不同的委托资产投资方式。若缴费群体的年龄结构较为年轻，则其未来短期内的退休金支付

需求较低，但随后应付退休金总额将呈指数型增加，采用动态的折现率计算后可以发现，这种情况下，企业未来的债务有机增长率将在一段时间内保持较高的上升速度。因而不但在缴费端应尽早匹配较高的缴费率，同时在投资端也应匹配具有较高风险收益特征的投资策略和投资标的。

在另一种情况下，缴费群体的年龄结构较为年长，且企业已平稳运行一段时间，则其未来长期的退休金支付需求保持在稳定的水平，未来的债务有机增长率维持在较低水平，甚至在经过人口死亡高峰后，债务水平还会出现回落；但是相对的，由于临近退休人员较多，企业近期需支付的现金流也较大。在此情况下，养老金计划对于风险的承受能力较低，投资时应更加重视风险和回撤的管控，并保证委托资产具有较好的流动性。

### **（三）对于资产负债管理的作用**

动态的资产负债分析方法同样可以为养老金的资金汇集方或委托人提供更加合理的财务规划依据，与适当的投资方法结合，能更好的服务于养老金积累和支付。

在美国，《公司法》规定 DB 计划的资产和负债差额将计入企业财务报表，当企业的资产负债表中负债额较高时，将更多的现金流放入养老金计划将使企业承担较少的风险，养老金资产投资中需要承担的风险也较少。另一方面，当经济周期进入衰退阶段，公司的资产负债比率会急速降低，同时销售减少、负债增加、利润降低，如果养老金计划的负债率也进入高速增长阶段，需要按照要求提高供款，则将对企业的财务状况提出很大挑战，不易维持退休人员的正常待遇发放。所以，企业也应通过分析养老金计划中长期结构性的有机债务增长速度，来

提早增加养老金资产的注入，更有助于缓解未来的支付压力。

#### **（四）海外对于资产负债匹配方法的新尝试**

富达投资郑任远在谈到资产和负债匹配时认为，中国和美国相似的情况是，DB 部分仍占有整个养老金体系很大的比重，所以当市场震荡加大时，资产负债比将越来越难维持，原因在于资产由市场决定，负债由人口结构决定，两者之间缺乏相关性，如果在两者间构建一个结构性的正相关关系，则将使得资产负债比相对可控。

目前，美国出现了一种风险报酬共享的机制，即政府与人民、企业与员工之间达成法律上的协议，政府和企业保证退休人员最低限度的福利，较原 DB 计划待遇略低，当养老金运作中的资产报酬率超过某一阈值，则将一部分收益留存于养老金计划中，其余部分作为红利一次性发放给已退休人员。这种方法因降低了负债水平，当资产下跌时，资产与负债的缺口相对可控；而当市场因素使得资产价格大幅上涨时，可以短期提高当期负债，即将红利发放给退休人员，一次性发放之后负债回到原先水平，资产仍对风险具有较高的承受能力。

郑任远最后强调，上述风险报酬共享机制仍在摸索学习阶段，需要辅以较高的透明度和信息披露政策，并加强与养老金投资者的沟通和教育工作。

## **二、 FOF 是养老金投资一种有效的解决方案**

### **（一）FOF 投资的核心在于“定调”**

美国富达投资高级研究顾问郑任远将 FOF 比喻为西方交响乐，将底层单一投资目标的基金比喻成各类乐器，FOF 的目的就是将不同的单一投资目标的标的有机组合起来，形成解决

问题的方案。所以，FOF 的核心是定调，只有确定客户的投资需求，才可以进一步明确产品的设计方法和底层基金的选取逻辑。

以养老金投资为例，富达在北美除发行了解决养老问题的 FOF 以外，还针对美国税法第 529 条规定，为父母、祖父母给孩子储蓄大学学费设计了一款 FOF 产品。与退休 FOF 产品不同的是，大学教育储蓄 FOF 的权益类资产比例下滑速度非常快，这是因为与退休前近 40 年的缴款时间不同，大学教育储蓄 FOF 最多只有 18 年的缴款时间，并且需要在大学 4 年内提取，而非退休 FOF 一般具有的 20 年以上的提取时间。

## **（二）FOF 选基看重投资过程的合理性和长期性**

郑任远在谈及 FOF 如何选取基金，特别是非富达管理的基金时介绍，投资过程的合理性和长期性是 FOF 看重的首要条件。例如，在对晨星基金星级和未来 3 至 5 年投资表现的分析中可以看出，被评为晨星 5 星的基金，在未来数年评级只为 2、3 星的概率远远超过随机的概率。相对的，如果一个基金或者经理人，在短期的评级为 3 到 4 星，且能长期保持这个评级，经由 5 年以上复利影响，长期排名在前 10%到 15%的几率非常高。这就是基金是否因追求短期的业绩而过分提高风险资产比重的结果。

另一方面，与交响乐选取音色完全不同的乐器组成同理，FOF 也应注重所选标的的合理性。举例来说，同样的几只美国大型股基金在各项筛选中都达标，但其持股重合度达到 90%，那么如果同时将这几只基金选入 FOF 则无法达到分散风险的作用。另一个例子是，目前全球流行的通过九宫格判断基金风

格的方法，也可能会失效。例如某只市场指数基金的风格位于九宫格最中心位置，显示它的风格是中盘均衡型的，但实际上它基本由大型股主导，且包含 15%至 20%的小型股，在市场急剧震荡的时候，小型股的风险暴露更多，其风险要比九宫格表现出的风格特征更高

### **（三） FOF 的投资成败在于风控**

郑任远最后强调，FOF 产品管理的成败在于风控。首先，在公司结构上需要建立法律和制度上的界限，由于 FOF 研究部门掌握了大量的内外部基金底层数据，所以防火墙机制必不可少。比如富达会跟所有的竞争对手签订合同，约定 FOF 部门不可以把获取的信息传导到本公司的投资部门，在诸如此类严格的约束基础上，才具备对基金进行深入研究和筛选的条件。

其次，对于基金的风控应将管理人的公司架构、股权结构、红利薪水结构等因素充分考虑在内，类似因素常常关乎基金管理人的系统性风险。例如，美国曾爆出大规模的利用非公开信息交易获利的丑闻，涉及 7、8 家当时知名的基金公司，但富达的 FOF 投资部门则通过前期严格的调研和评价机制，发现此类公司的激励机制过分注重短期激励，在事前成功规避了所有此类公司的标的。

## **三、 美国个人退休账户及富达的投资者服务经验**

### **（一） 美国个人退休账户介绍**

美国富达投资主管个人养老金业务的资深副总 Ken Hevert 表示，目前的美国正在经历很大的转变，主要表现于养老金固定收益计划（DB）向固定缴费计划（DC）转变，同时更多的风险也转移到个人身上，所以一方面需要以更加易理解

的方式为个人客户提供退休账户管理服务，另一方面个人希望选择有更强能力管理风险的退休账户提供商。截至 2016 年年底，美国退休市场的规模达到 26 万亿美元，其中个人投资账户（IRA）在目前美国退休体系中占据最大的份额，投资总额达到 8 万亿美元，富达管理的 IRA 资产占 1 万亿美元。

驱动美国 IRA 市场发展的主要原因有以下几点：（1）当第二支柱 DC 部分的参与人在转换工作时，可以将 DC 账户内的余额转入 IRA 账户，每年约有 3500 亿美元通过这种方式进入 IRA 体系；（2）IRA 中的养老资产属于长期资产，投资于股票市场的比例较高，不但推动了股票市场的发展，也对 IRA 资产的长期增值提供了很大贡献；（3）越来越多的个人通过学习，特别是目睹年长者的养老压力，形成了较好的储蓄意识，也推动了 IRA 账户资产的提升。

另一个明显的现象是，FOF 投资特别是目标日期和目标风险产品，虽然在 IRA 资产中的比重不高，但是过去 10 年的发展非常快。主要原因是包括：（1）很多 IRA 客户都是过去 DC 计划的客户，DC 计划的默认投资工具为目标日期和目标风险基金，故而客户对此类产品较为熟悉，仍会在 IRA 计划中选择；（2）人们逐渐意识到目标日期和目标风险基金的管理结构和方法能够根据个人的情况进行资产配置，有利于管理养老资金。

## **（二）富达的 IRA 账户管理经验**

Ken Hevert 介绍，富达是美国最大的 IRA 提供商，与其他管理公司通过并购等方式扩大市场份额的方式不同，富达主要通过投资者教育和提供更多投资工具帮助客户进行资金和风险的平衡来达到。

在 IRA 账户管理结构上，富达将其分成四层：

第一层是客户的注册账户，记录账户的类型。

第二层是代理人平台，提供 IRA 所有者的交易、清算、投资再平衡，同时使用富达的信托计划来保证资产的安全性，并提供合适的税务报告。

第三层是投资选择，帮助客户从股票、债券、基金、专户、年金等投资工具中选择投资组合，其中包含了富达和非富达的公募基金产品。

第四层是统一的销售平台，包括富达的销售代表、电话专线、网站和手机 APP。

上述结构给富达带来很大竞争优势，最重要是可以根据个人投资经验，例如技术、时间、偏好以及目的，提供各类投资工具，帮助他们实现安全的退休。

另外，富达还根据投资者的个人情况，提供各类型 IRA 账户，包含儿童 IRA、伴侣 IRA、传统 IRA、Roth IRA 等。

### **（三）IRA 投资者行为分析方法**

Ken Hevert 表示，富达认为 IRA 账户提供的并不是短期解决方案，而是一个长期的，应该和投资者的其他储蓄和资产进行匹配共同完成的解决方案。

对于 IRA 投资者而言，投资的目的与未来的目标是紧密相关的。研究显示，投资者在将储蓄存于抵押票据还是 IRA 中、选择 IRA 提供商、选择投资方式和对退休需要的养老金数额等问题的认识上存在困难，并且由于 IRA 账户有别于 DC 计划，未提供默认的投资工具，选择传统 IRA 或 Roth IRA 也成为投资者的难题。针对于此，富达提供了简单易懂的工具，通过录



入投资者的年龄、收入、投资目的等基本情况，生成投资选择的建议，帮助投资者克服上述困难。

富达还采用意愿—技能—时间模式对投资者进行分析和引导。通过问卷，首先筛选出愿意投资，并具备相应时间和技能的投资者，可以从所有产品中自行选择投资品种；其次，愿意投资但缺乏技能或时间的客户，富达可以推荐客户购买目标日期或目标风险基金，也可以定制专门的管理账户。

#### **（四）投资者教育的 3A 原则**

Ken Hevert 认为，养老金投资者教育中可以采用 3A 原则，即定期缴费的金额（Amount）、选择的账户类型（Account）和选择投资的资产类别（Asset Mix）。在定期缴费的金额和账户类型方面，个人可以同时拥有 DC 和 IRA 以及其他退休安排，所有方式缴费的总金额至少需要达到收入的 15%，才能最终实现持续保障的生活方式。在资产类别方面，富达通过沟通和浅显的图表等方式，主要向投资者普及复利的作用，帮助投资者理解各资产类别的收益和波动特征，以及再投资和再平衡的重要性，来帮助投资者选择适合自身特点的资产类别。

另外，Ken Hevert 简要介绍了富达的退休计划规划，主要为投资者考虑提取方式、通胀影响、长寿风险、医疗支出和资产配置，并在投资者的退休后收入、资产增长潜力和资金灵活性之间作出平衡。在销售方式上，Ken Hevert 推崇电子渠道，可以使得消费者像购买日常消费品一样购买养老金计划，同时电子渠道能获得更加立体的产品表现方式，包括市场的客观评价。

#### **四、 美国 DC 业务的市场情况和发展趋势**

## （一）美国 DC 市场的总体情况

美国富达投资主管 DC 业务的副总裁 Ken Gulick 介绍，在美国退休资产市场中，除 IRA 占比较高，DB 和 DC 是规模较为稳定的两类资产。虽然 DB 模式正在向 DC 转化，但是 DB 仍有 8 万亿美元的规模，而 DC 的规模增长并不明显。这主要来源于下面两个因素：

第一，美国 DC 计划已进入成熟阶段，随着人口老龄化，相当一部分退休人员已经开始从 DC 计划中提取资金，从数据来看，DC 计划已进入净赎回阶段。

第二，DC 设计之初本是作为自愿缴费的补充性退休金计划，但随着 DB 计划被逐渐取代，DC 计划的功能及角色都产生了变化，其业已成为首选的退休金计划，恰是 DC 计划的自愿性制约了它的发展。DC 计划对于美国个人的覆盖率仅为 66%，部分小型公司出于成本等考虑，不向员工提供 DC 计划，员工在求职时也会综合考虑工资和其他福利情况，DC 计划的吸引力有限。

在投资工具方面，DC 计划主要的投资对象是公募基金，其次是信托、机构专户、公司股票、集体年金等。

在资产配置方面，富达超过 50% 的 DC 计划资产分配在权益类投资中，这可以充分利用长期投资的优势。另外，混合类产品不断增加，可归因于目标日期和目标风险型基金的增加。

在缴费率方面，由于 DC 计划中雇主会根据雇员的缴费金额进行匹配缴费，富达管理的 DC 计划合计缴费率接近 12%，保证了 DC 计划的健康运作，同时通过积极的投资者教育，员工还会不断增加缴费率。

在费率方面，401(k)计划由于通过雇主的购买力，可以取得较为低廉的费率，平均费用率只有48个BP，这一费用水平还在继续下降。富达也在DC计划中提供了公募基金的低费率份额，提供给购买力较强的企业。由于DC计划中可以获取费率便宜的基金，许多员工在雇佣期结束以后，仍然将养老金存放在原DC计划的保留账户中直到退休，而非转入IRA账户中。

此外，DC计划还具有一定程度的灵活性。比如企业可以自行设定雇主缴费与雇员缴费的匹配比例；部分DC计划提供困难提取方案，应对缴费者的意外状况；401(k)计划还可提供贷款；此外401(k)计划提供了较大的投资工具选择自由度。

## **(二) 美国DC计划的发展趋势**

Ken Gulick认为，美国DC计划的发展具有以下趋势：

第一，自动加入特征。包含了自动加入、自动默认、自动增加三类特征。随着2006年美国《养老金保护法案》的推出，雇主在选择雇员自动加入DC计划时，投资于默认基金将享有免责属性，这推动了更多雇主同意在DC计划中采用自动加入的模式，也使得DC计划参与率在此后平均提高了15个百分点；同时这一法案还促进了作为默认基金的目标日期基金飞速发展。自动增加功能则逐年提高员工的缴费率，以较为可接受的方式帮助员工提高缴费率。

第二，美国的DC计划投资逐渐从主动型投资工具向被动投资工具转变，由传统的公募基金向机构投资工具转变，减少了DC计划中的公司股票存量，简化基金选择以便于员工选择投资工具，以及采用开放的架构，在管理人的投资组合中更多引入第三方基金。

第三，DC 计划进入去积累化即净赎回过程，随着人口老龄化，DC 计划中的退休人员数量不断增加，开始提取计划中的退休金。故而，对于富达等资产管理机构而言，过去主要考虑的积累储蓄和资产增值，已向长期服务退休人员、提供适当投资工具弥补收入损失的思维方式转化。

第四，DC 计划中，专门管理账户越来越受到青睐。大部分雇主逐渐意识到，需要建立专门管理账户，让富达这样的资产管理公司协助他们为雇员规划退休生活，包括进行投资者教育等。这有助于雇员过上体面的退休生活，同时雇主也将其视为吸引优秀员工和留住人才的重要手段。

第五，在投资决策参与度上，越来越多的投资者在投资决策上需要资产管理公司的参与和协助。虽然约有 51%的 DC 计划参与者选择了完全交托管理人代劳的机制进行计划投资，例如投资于 TDF 基金或专门管理账户，但仍有 49%的参与者希望自己进行投资决策。在自己进行投资决策的参与者中有 74%因资产配置的不合理而造成投资效果欠佳，这部分投资者需要通过教育、培训，沟通的方式指导他们优化资产配置方案。富达建立了科学的与参与者沟通交流的机制，包括合适的时间、合适的信息、合适的回报和合适的渠道。

第六，DC 计划更加需要根据参与者的整体财务健康状况为其进行规划。富达的研究表明，除退休以外，参与者的储蓄目的还包括学习、汽车、房产购买、房屋维修、旅游等，而他们大部分还背负信用卡、学生贷款、房贷等负债。所以从全局的角度分析参与者的财务状况，有助于帮助他们通过债务管理、预算规划、紧急基金创建手段，提高财务健康状况，同时有助

于与参与者进行退休计划的沟通,特别是说服他们提高退休金缴费率。

(中国证券投资基金业协会养老金专业委员会秘书处成员、汇添富基金资深产品专家李宏纲,汇添富基金产品创新服务中心张一辰撰文,协会理财及服务机构部编排整理。)