

2019 年美国目标日期基金（四）：解读主动与被动目标日期基金的投资差异

Morningstar 晨星（中国）研究中心编译 屈辰晨 陈丹彤

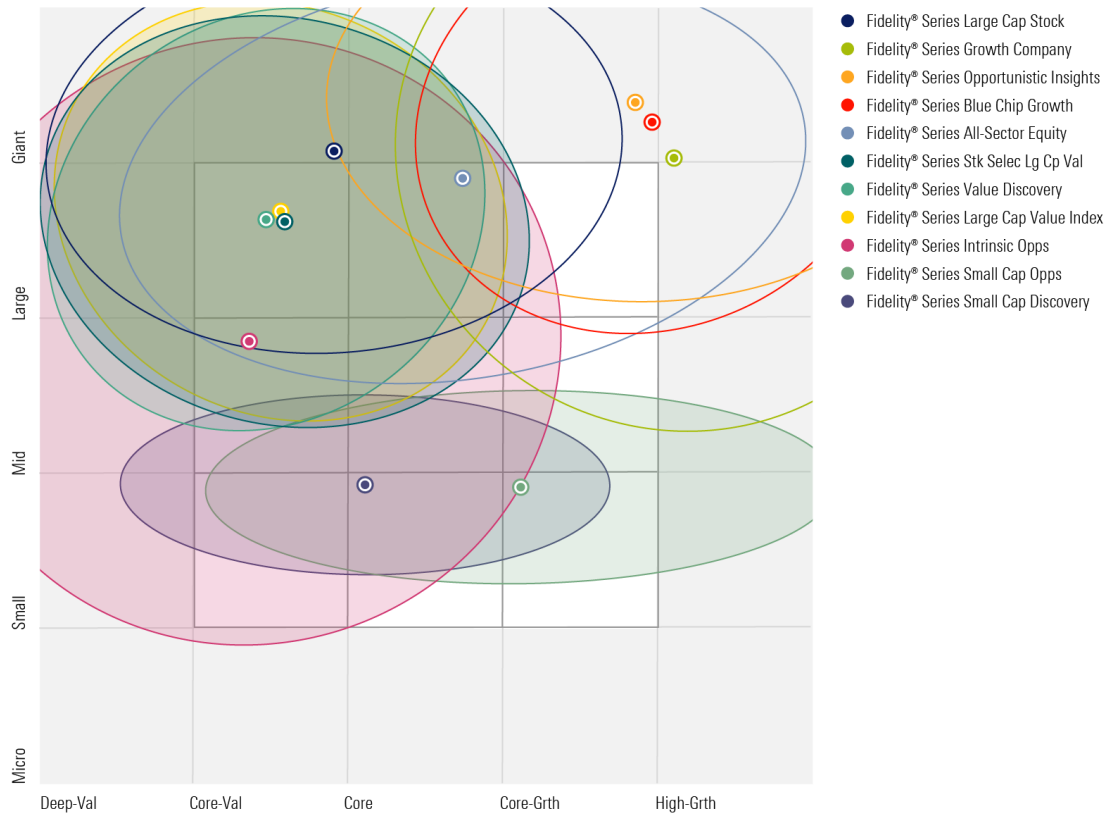
根据底层基金管理方式不同，目标日期基金可分为主动型、被动型及混合型三类。受底层资产费率水平的影响，这三类目标日期基金在费率方面存在较为明显差异，并且市场上大部分主动型目标日期系列在近年来都因费率较高而出持续现资金流出。被动目标日期基金确实在费率上占据相当的优势，但是从投资的角度来看，主动与被动孰优？主动型目标日期基金在收取较高费率的同时是否拥有较强的超额收益获取能力？由于权益基金的费率水平一般高于债券型基金，所以实质上目标日期基金的费率在很大程度上取决于其对底层权益基金的选择。本篇将从目标日期基金的持基数和配置情况入手，分析主动型目标日期基金与低费率被动型目标日期基金在权益投资上的差异。

主动型目标日期基金的持基数相对较多

选股能力是主动权益基金超额收益的主要获取来源，但如果主投主动型基金的目标日期基金在配置上过于分散，在一定程度上也会存在削弱超额收益的风险。从目前市场中目标日期基金整体的持仓水平来看，对美国股票和全球股票的类别中的平均持基数分别为 10 只和 5 只。其中，持基数最多的是 Fidelity Freedom 2050，该基金共持有 12 只美国股票型基金和 7 只非美国权益类基金，不过我们可以看到，这些基金在投资风格上存在一定程度的重合（图表 1）。

得益于对指数基金的配置，被动型目标日期基金在持有相对较少基金的情况下仍可以获得较高的组合分散度。以 Vanguard Target Retirement 2050 和 Fidelity Freedom Index 2050 为例，这两只主投被动基金的目标日期基金在权益配置上均只持有了两只股票指数基金，其中一只为覆盖大中小盘的美股宽基指数，另一只为覆盖了包括新兴市场在内的非美股指数。相比之下，BlackRock LifePath Index 2050 在权益指数的配置上更为精细，共配置了四只股票指数基金，包括大盘、小盘和 REITs 三只美股指数基金，以及一只非美国股票指数基金。由于被动型目标日期基金的持基数相对较少且配置的指数特点鲜明，所以持仓风格出现重合的风险也相对较低。

图表 1: Fidelity Freedom 2050 底层资产风格箱



截止日期：2019年12月31日；数据来源：Morningstar Direct

为进一步研究主动和被动目标日期基金在投资上的差异，我们将通过晨星因子画像（Morningstar Factor Profile）及对主动投资比率（active share）来对权益类资产比例较高的目标日期 2050 基金进行分析，以期帮助投资者对这两种管理类型的目标日期基金树立一个合理的业绩预期。

因子画像：各类目标日期基金的表现趋同

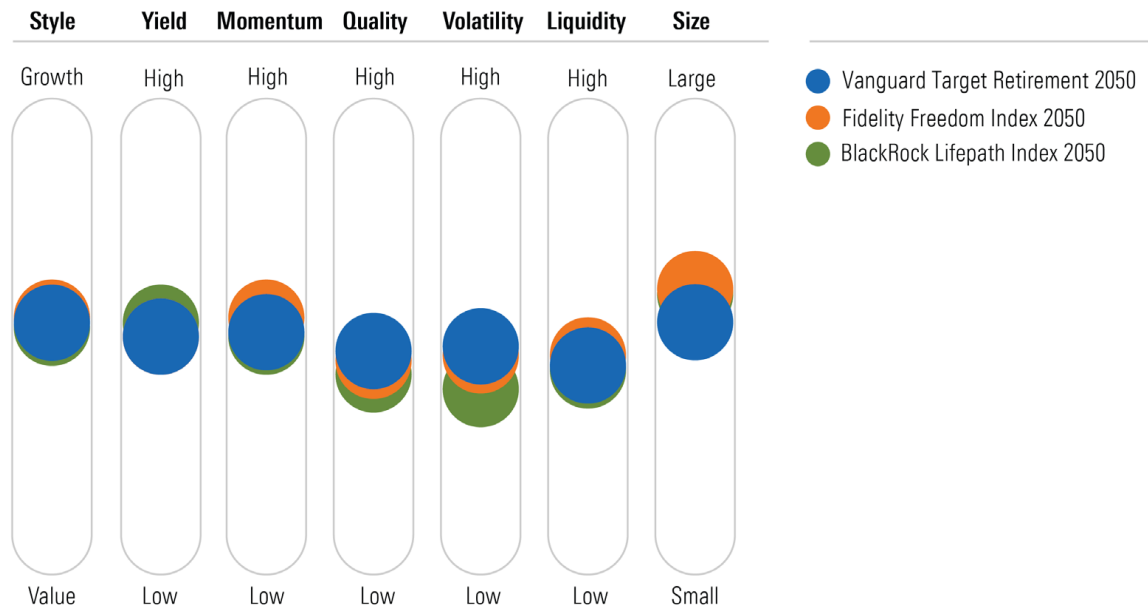
晨星因子画像是对晨星风格箱的补充分析工具。晨星风格箱主要反映了基金在投资风格（Style）和规模（Size）两个因子上的分布情况，而晨星因子画像在风格箱双因子的基础上又加入了收益（yield）、动量（momentum）、质量（quality）、波动（volatility）和流动性（liquidity）5 个因子。

从目前市场上最大的三个被动型目标日期系列 Vanguard Target Retirement、Fidelity Freedom Index 和 BlackRock Lifepath Index 来看，他们的 2050 基金在各因子上的暴露情况基本都处于中

免责声明：本公司不保证信息的准确性、完整性和及时性，同时也不保证本公司做出的任何建议或评论不会发生任何变更。过往业绩不代表将来业绩。基金评价结果并不是对未来表现的预测，也不应视作投资基金的建议。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资行为做出任何形式的担保。本报告内容的版权归晨星资讯（深圳）有限公司所有。

等水平，基本符合我们对其主投指数基金的预期。三只基金之间虽存在细微差异，但整体的偏离度并不大。这三只基金的规模因子略微偏向大盘，但应该主要是受到底层基金跟踪的指数采用市场加权法编制的影响。

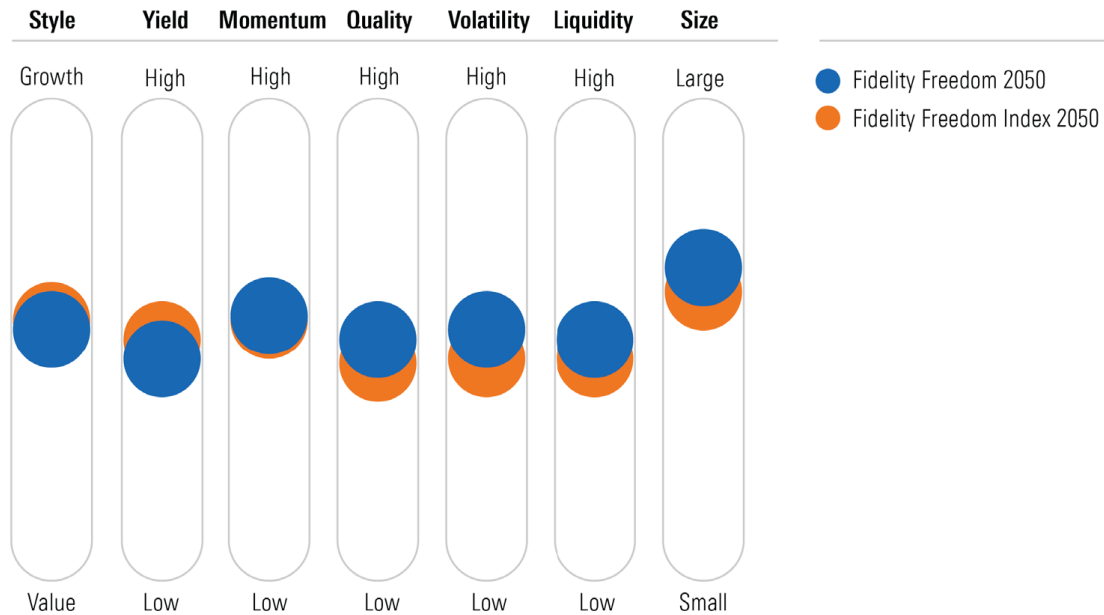
图表 2：三大被动型目标日期基金的因子画像



截止日期：2019年12月31日；数据来源：Morningstar Direct

从主动和被动对比的角度来看，我们发现部分主动与被动目标日期基金的晨星因子画像之间差异甚微。以 Fidelity 旗下的主动系列 Fidelity Freedom 和被动系列 Fidelity Freedom Index 下的 2050 基金为对比组，两者在各个因子方面的表现相仿。Fidelity Freedom 在配置时很大程度上抵消了各底层基金在规模和风格因子上的主动偏离，持仓的 12 只基金中有 7 只都为成长或者价格风格鲜明的基金。

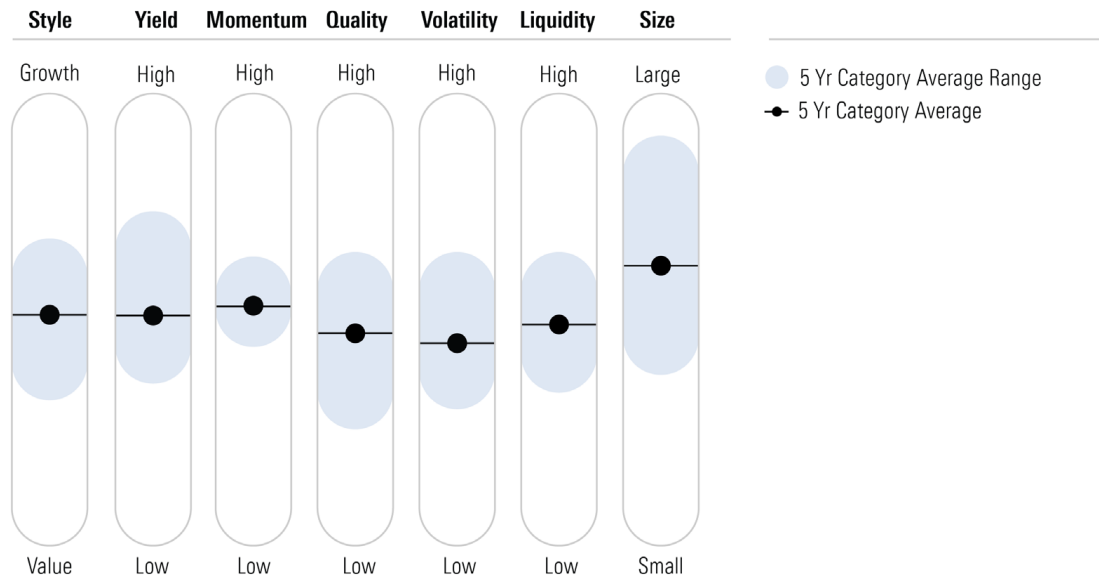
图表 3: Fidelity Freedom 2050 与 Fidelity Freedom Index 2050 的因子画像对比



截止日期: 2019年12月31日; 数据来源: Morningstar Direct

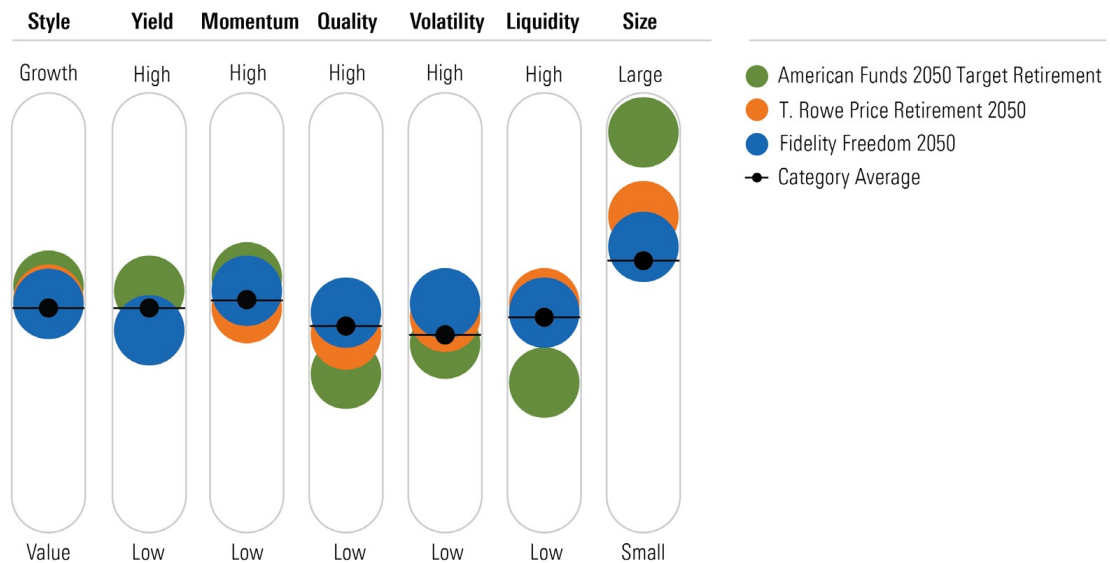
将市场上所有主动、被动和混合型目标日期系列的 2050 基金综合起来看, 我们发现市场上的所有目标日期基金在因子暴露上的表现都非常相似。他们之间除了在规模因子上出现了一定的偏离度外, 在其余因子方面的表现都趋同。所以, 我们很难单纯基于因子来解释各目标日期系列在业绩表现的差异。不过, 对于一些在部分因子暴露程度上出现明显偏离的基金而言, 我们还是可以透过因子对其业绩走势进行解释。例如, 主要投资于主动基金的 **American Funds 2050 Target Retirement** 在规模因子上有明显的大盘偏好, 由此可以预期该基金在以小盘股领涨的行情下可能会受到一定逆风影响。此外, 由于对大盘股的偏好, 该基金对市场流动性的敏感度和流动性风险也相对要低一些。

图表 4：目标日期 2050 基金的因子画像



截止日期：2019年12月31日；数据来源：Morningstar Direct

图表 5：American Funds 2050 Target Retirement 的因子画像



截止日期：2019年12月31日；数据来源：Morningstar Direct

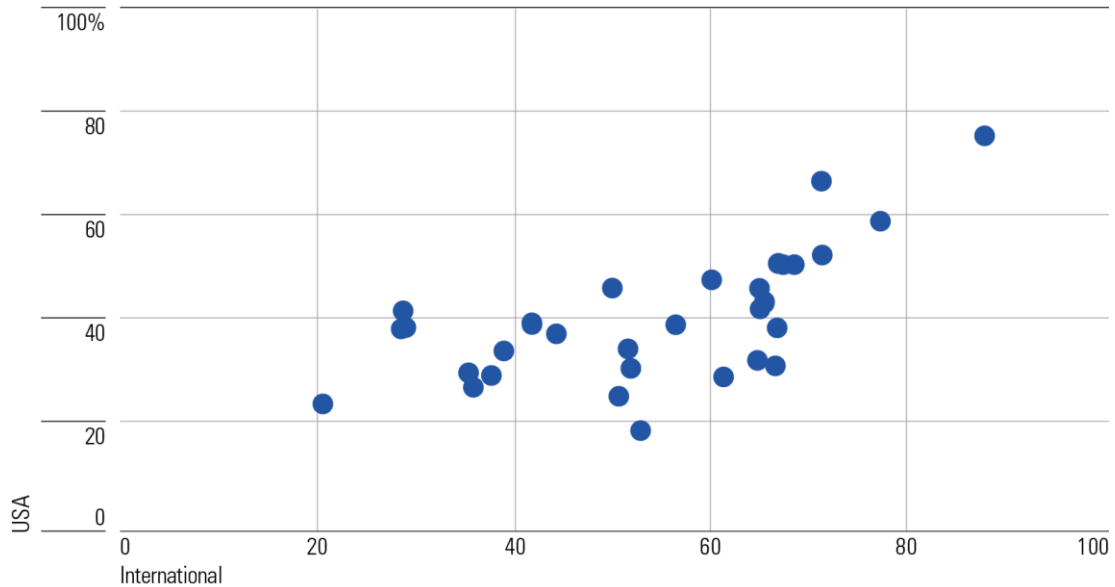
主动投资比率：主动型目标日期系列的“主动”成份较低

主动投资比率衡量了一个组合中各投资标的权重与基准指数权重之间的差异，以体现基金主动选股的权重。大部分美国目标日期系列的权益配置都可以分为美国股票和非美股票两个部分，我们在此选择了 CRSP U.S. Total Stock Market 指数和 FTSE Global All Cap ex US 指数分别作为美国股票和非美国股票的基准指数。

免责声明：本公司不保证信息的准确性、完整性和及时性，同时也不保证本公司做出的任何建议或评论不会发生任何变更。过往业绩不代表将来业绩。基金评价结果并不是对未来表现的预测，也不应视作投资基金的建议。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资行为做出任何形式的担保。本报告内容的版权归晨星资讯（深圳）有限公司所有。

从同类平均的角度来看，大部分主动型目标日期基金较的主动投资比率都相对较低。其中，主动型目标日期基金在非美国股票部分的主动投资比率相对较高，中位数为 58%，与基准指数之间的重合度约为 40%左右。而在美股部分的主动管理程度较低，主动投资比率的中位数为 40%，与基准之间的重合度高达 60%。

图表 6：主动型目标日期 2050 基金的主动投资比率



截止日期：2019年12月31日；数据来源：Morningstar Direct

图表 7：五大主动型目标日期系列的主动投资比率

Fund	U.S. Active Share	International Active Share
Fidelity Freedom 2050	43	65
American Funds 2050 Target Date Retirement	46	65
T. Rowe Price Retirement 2050	48	60
JPMorgan SmartRetirement 2050	51	67
TIAA-CREF Lifecycle 2050	32	67

截止日期：2019年12月31日；数据来源：Morningstar Direct

虽然美洲基金、富达及普信的主动型目标日期基金的主动投资比率较低，但我们认为这三家公司拥有较强的选股能力，因此在晨星定性评级的投资流程中给予了他们“高于平均”的评价。不过从最终的评价结果来看，这些系列中的最贵份额因受到过高费率的拖累，仅获得了晨星中性定性评级（注：晨星基金定性评级建立在分析师对基金长期风险调整后回报超越同类/业绩基准能力的深入研究和判断上，其建立在对五个关键因素作出评估，包括定量和定性的因素。该方法对基金过往业绩和风险水平只给予了部分的权重。这五个关键因素包括：投研团队(People)、投资流程(Process)、基金公司(Parent)、业绩(Performance)、费用(Price)。)

免责声明：本公司不保证信息的准确性、完整性和及时性，同时也不保证本公司做出的任何建议或评论不会发生任何变更。过往业绩不代表将来业绩。基金评价结果并不是对未来表现的预测，也不应视作投资基金的建议。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资行为做出任何形式的担保。本报告内容的版权归晨星资讯（深圳）有限公司所有。

总体而言，大部分主动型目标日期基金在因子上的表现趋同且拥有较低的主动投资比率，在组合特征上没有较被动目标日期基金表现出明显差异，也无法证明其在获取超额收益方面会较被动型目标日期有更好的表现。综合投资费率的考量，或许选择费率较低的被动型目标日期基金对于大多数投资者而言是更明智的做法。