



VOICE OF AMAC

【2018】第 9 期 总第 91 期

中国证券投资基金业协会

2018 年 4 月 16 日

成功的投资故事：目标日期基金投资者

【编者按】目标日期基金（TDF）作为一种匹配生命周期的产品，根据投资者不同阶段的投资需求，自动调整投资组合的资产配置，是养老金投资的一站式解决方案，也是养老金默认投资的主要产品。近期，晨星（Morningstar）对美国市场上的目标日期基金从 1994 年 3 月到 2018 年 1 月间的情况进行分析，从投资者视角评价了 TDF 的业绩表现，通过比较现金流加权和时间加权回报率之差（投资者行为差距），以此作为对投资者是否投资成功的一个量化标准。分析结果表明，持有目标日期基金的投资者，较少受到追涨杀跌短期行为的影响，普遍能够获得持有 TDF 带来的收益。多年来，投资者一直稳定地向 TDF 投入资金。

摘要

- 目标日期型基金一直在创新，也很受欢迎，但问题关键在于投资者是否成功地使用了它们。
- 我们估算了不同目标日期型基金从 1994 年 3 月到 2018 年 1 月间的现金流加权和时间加权回报率之差(投资者行为差距)。以此作为对投资者是否投资成功的一个量化标准。
- 我们的发现是，投资者已经成功使用了目标日期型基金——年度行为差距为-0.38%，这比我们在其他基金类别中观察到的差距要小。
- 虽然我们的研究结果较为正面，但目标日期型基金投资者的成功却随着时间而改变：在我们调查的所有滚动五年周期内，行为差距呈正负交替状态。
- 然而，投资者似乎并未动摇。他们一直稳定地投入资金，这也解释了为什么目标日期型基金自 1994 年 3 月以来仅有 7 个月资金是净流出的。
- 这一稳定资金流似乎为目标日期型基金近期的现金流加权回报率锦上添花。截至 2018 年 1 月 31 日的五年间，投资于目标日期型基金的平均美元收益每年大约超过该基金收益的 0.21%，呈正向行为差距。

引言

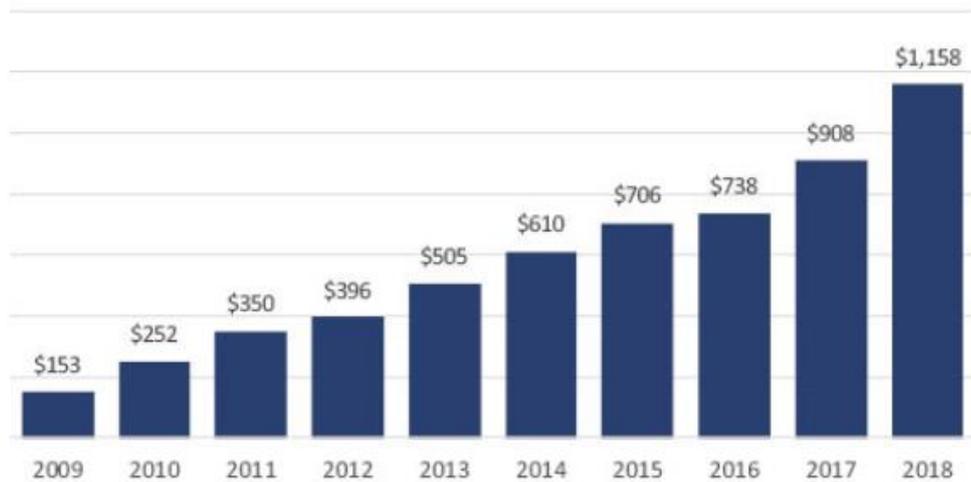
美国第一只目标日期型基金在 1994 年初登场，标志着基金行业的显著进步。当时，追求一体化投资组合的投资者可以购买具有稳定资产配置“目标风险”型基金。但由于组合配置不变，投资者时常需要重新考虑目标风险基金的投资比重，若

其不再适合自己的需求，就需用其它基金替代。此操作不仅麻烦，还带来风险，因为一般投资者往往做不了最佳的买入卖出决策。

目标日期型基金的创新在于引入了“下滑路径”的概念，基金会自动调整组合配置，一直到预先制定的目标日期。因此，投资者无需担心要调整资产配置或选择基金，至少在理论上，他们只需要考虑如何投入资金，以及偶尔评估一下所选的目标日期基金是否依然适合。

这一相对简单且维护成本低的理念，广受退休金计划赞助单位和参与者喜爱。确实，现在许多退休金计划赞助单位会自动把参与者缴纳的金额投入到他们指定为默认选项的目标日期型基金中。截至2018年1月31日，目标日期型基金规模已大幅扩张至接近1.2万亿美元，比10年前大约增加了6倍。

图表 1：目标日期型共同基金资产管理规模（单位：十亿美元）



资料来源：Morningstar 晨星；数据截止日期：2018年1月31日

很自然，目标日期型基金已经成为那些提供最受投资者欢迎的这类基金产品的公司的宝藏。但问题的关键在于目标日期

型基金是否很好地服务了广大投资者，我们将就此问题做进一步探讨。

对“投资者成功”的定义

为了测算投资者使用目标日期型基金的成功，我们首先必须定义什么是“成功”。基于本项研究的目的，我们把“成功”定义为投资者最大程度获取目标日期型基金总回报率的能力。因此，我们对比了目标日期型基金从 1994 年 3 月到 2018 年 1 月的现金流加权回报率和时间加权回报率（即“总回报率”）。我们的研究样本涵盖历史上所有的目标日期型基金，包括那些随后清盘的基金（通过清算或者并购的方式）。

一只基金的现金流加权回报率是指通过考虑某一时段基金的资金流入流出规模和时点，对在这一时段投资于该基金的平均美元投资表现进行估算得出的回报率。该基金的总回报率或时间加权回报率是指期初一次性投资并持有到期所获得的回报。

比较这两种类型的回报率可以帮助理解投资者们如何择时买卖基金。当投资者冲动地高买低卖时，他们投资的平均美元回报率将低于基金本身的回报率，导致差异为负或负向的“行为差距”。相反，当他们精明地低买高卖时，他们投资的平均美元回报率则超过基金的回报率，产生正差异，或正向的“行为差距”。

关于我们如何进行这一分析的更多详情，请参见本文尾注。

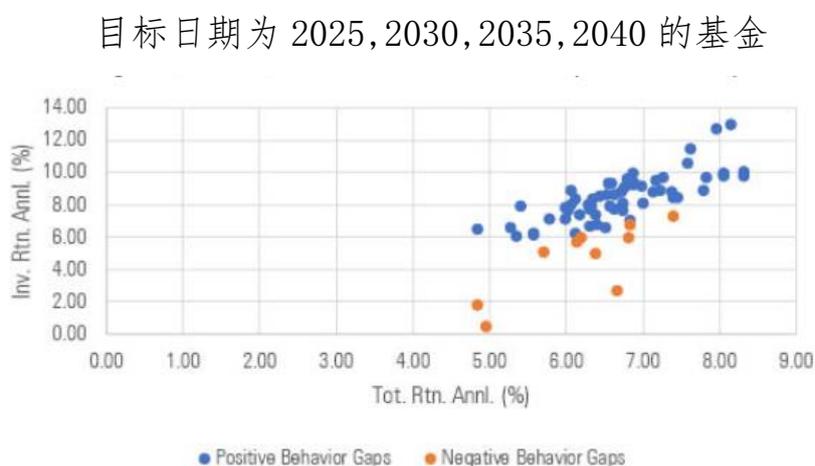
主要结论

我们的研究发现，投资者在我们调研的近 24 年里成功捕获了大部分目标日期型基金的总回报。

从 1994 年 3 月到 2018 年 1 月，目标日期型基金投资者的现金流加权平均回报率每年落后于基金总回报率，差距仅为 0.38%。相较于我们研究过的其他基金资产类别，这 0.38% 的负行为差距算是很微小了。

在图表 2 中，我们列出了一些较受欢迎的目标日期型类别的平均年度行为差距以及目标日期型基金整体的行为差距。

图表 2：10 年期年化总回报率与投资者回报率：



资料来源：Morningstar 晨星；数据截止日期：2018 年 1 月

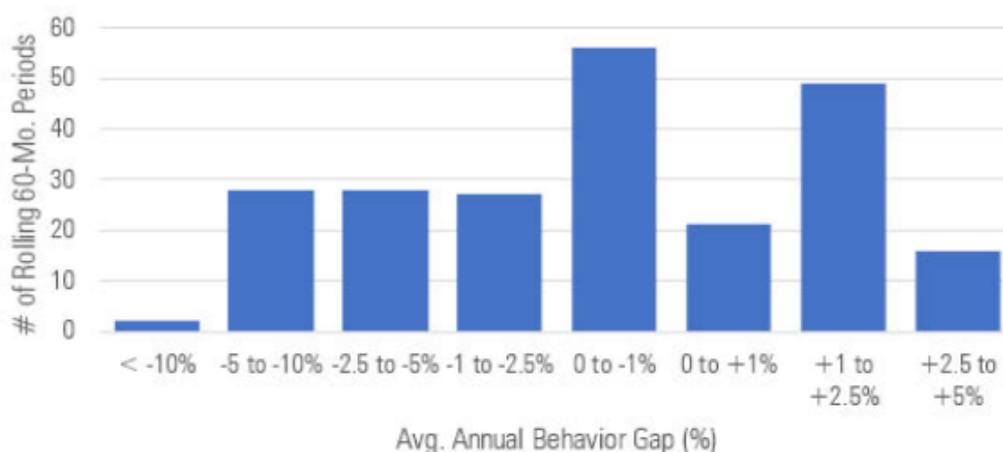
回报率差距出现比较大负值的多是那些比较接近目标日期的 2010 和 2020 基金系列。出现这样的结果，并不是由于投资者的行为所致，而多是因为资金需求。毕竟，这些基金的投资者可能已经或即将退休，所以更有可能赎回资金以满足退休或其他需求。这些赎回是在最近多年市场普遍上涨的行情下进行的，因此使得其现金流加权回报率较其总回报率低。相反的，2030 年和 2040 年系列的投资者则有轻微的负向甚至正向的行为差距。由于这些基金在退休计划中颇受欢迎，这一现象较振奋人心。

接下来，我们将更加深入地分析投资者行为差距的数据。

行为差距：趋势

在更仔细地研究投资者回报率数据时，我们发现行为差距会因为选取的五年期起始点的不同而产生很大差异。为此，图表 3 列出了 1994 年 3 月至 2018 年 1 月期间所有目标日期型基金 60 个月滚动计算的平均年行为差距百分比。

图表 3：目标日期型基金平均年行为差距的分组数量统计——60 个月滚动



资料来源：Morningstar 晨星；数据统计区间为 1994 年 3 月至 2018 年 1 月

我们可以看到，在目标日期型基金仍处于萌芽期时，其行为差距呈波动状态，在 20 世纪 90 年代中到后期普遍有 -2% 到 -4% 的差距。21 世纪初这一情况得到了显著的改善，平均来看，目标日期型基金投资者的收益相较于其组合中的基金本身收益要多。但随后在金融危机下，随着市场的大幅下挫，行为差距开始扩大，跌至了谷底，直到牛市到来才发生了扭转并稳定下来。图表 4 显示了所有 60 个月滚动期的行为差距分布情况。

图 4：目标日期型基金平均年行为差距——60 个月滚动



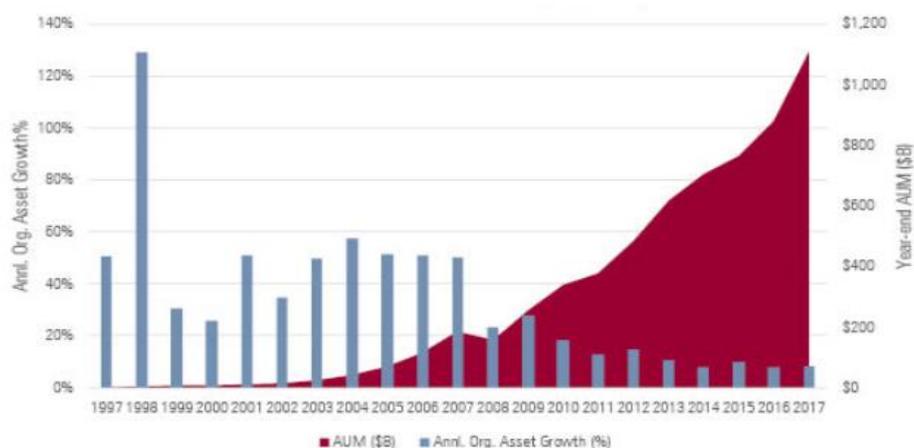
资料来源：Morningstar 晨星；数据统计区间为 1994 年 3 月至 2018 年 1 月

虽然在更多的五年期内，投资于目标日期型基金的平均美元回报落后于其投资的基金的回报率（导致负向差距），但也有许多时间段内，投资者通过目标日期型获得了更高的收益（产生正向差距）。

乍一看，行为差距中的波动可归咎于投资者的冲动行为。但如图表 5 所示，实际上，目标日期型基金投资者在这段时期内的行为似乎呈现了一致性。

图 5：目标日期型基金资产年化有机增长率与总资产管理规模

（1997–2017 年度资金净流入除以年初管理资产）资料来源：Morningstar 晨星



尽管目标日期型基金较过去十年白热化式的增长速度有所放缓,但投资者似乎并没有动摇。实际上,从1994年3月到2018年1月的287个月中,除了7个月之外,目标日期型基金均获得了资金净流入(也就是说,投资者投入基金的资金超过了流出它们的资金)。

此外,资金流出较多的类别只倾向于那些接近或达到目标退休日期的基金,如2010年和2015年的基金。在这些情况下,目标日期基金投资者赎回资金是为了退休时的支出,而并非情绪化的选择。

投资者近期的行为

在市场上涨行情中持续涌入目标日期型基金的资金似乎为其近期的现金流加权回报率锦上添花,并缩小了行为差距。图表6绘制了截至2018年1月31日,拥有十年期年化回报率且目标日期为2025年,2030年,2035年和2040年的68只基金的总回报率(y轴)和现金流加权回报率(x轴,也称为“投资者回报”)。我们在这些目标日期中选取基金是因为它们跻身最受投资者青睐的类别。总而言之,截至1月31日,这些类别的基金拥有6580亿美元的规模。

图表6: 各类目标日期型基金年平均行为差距(%)



资料来源：Morningstar 晨星；数据统计区间为 1994 年 3 月至 2018 年 1 月

如上图，68 只基金中有 58 只呈正向行为差距，即投资者回报超过了基金总回报。我们将最近五年的平均年度行为差距（截止 2018 年 1 月）与从 1994 年 3 月至今所有五年期平均行为差距作了一个对比。从中发现近期的投资行为差距确实更喜人。实际上，截止 2018 年一月底的最近五年，目标日期型基金的投资者回报大约超过了基金年化回报约 20 个基点，即正向差距为 0.20%。

图表 7：目标日期型基金最近五年与五年滚动平均行为差距的对比



资料来源：Morningstar 晨星；数据统计区间为 1994 年 3 月至 2018 年 1 月

进一步来看，这对所有目标日期型类别而言均成立。如上图所示，截至 2018 年 1 月的五年间，在所有十二类目标日期型基金中，仅三种类型的行为差距为负值。由此也可以清楚地看出，所有类型在最近五年的投资者行为差距均好于历史滚动平均。

结论

我们的研究结果表明，投资者在近期和长期投资目标日期型基金上均取得了成功，也就是说，投资者从目标日期型基金

中获取的回报与基金所披露的总回报率异常接近，有时甚至反超。鉴于目标日期型基金在退休制度中举足轻重的地位，这一结论着实振奋人心。

我们也需谨记，近期稳定的资金投入和市场上涨行情相结合似乎缩小了行为差距。更要注意和记住的是，近期的市场异常宁静。当市场趋势逆转时，投资者的心态，以至行为和能力，会受到严峻的挑战。这就可能导致投资行为差距再次往负向扩大。然而，总体来看，投资者似乎还是普遍地成功使用了目标日期型基金。

尾注

我们对现金流加权回报率所使用的分析技术和以往我们在别的研究中(我们的年度报告《投资者行为差距警示》)所使用的不同。以往，我们通过汇总基金的现金流加权回报率与它在某类型中规模权重之乘积，来近似计算这一类基金的现金流加权回报率。我们现在使用的方法是将每个基金类别的资产规模和资金流作为整体一起考虑，以计算出整个类别的内在回报率。

我们选择这种方法有几个原因。首先，清盘基金以及合并其他基金的基金被纳入计算范畴。此前，这些基金被排除在算法外。其次，我们可以根据规模，资金流及回报率更准确地确定每只基金的权重。算法的调整和不同的滚动计算区间(《投资者行为差距警示》中的滚动计算周期为 10 年)导致了两份报告得到的投资者行为差距数据略有不同。

(本文由 Morningstar 晨星(中国)研究中心李玉渊、郝洁编译，协会理财及服务机构部黄钊蓬审定)