



【2019】第 21 期 总第 125 期

中国证券投资基金业协会

2019 年 8 月 27 日

---

## 养老金领取期的产品设计 ——富达收入替代基金的简析与思考

【编者按】缴费、投资和领取构成了个人养老金的全生命周期。过去，各界主要关注缴费和投资环节，对领取环节关注较少。近年来，随着退休人口增多，领取期的制度改革、产品设计和服

务成为养老金的重要话题。截至 2018 年末，我国领取养老金人数约 2.8 亿人，占同期总人口的 20%。其中，领取企业年金的人数为 156 万人，自 2012 年以来，领取企业年金的人数年均复合增长率达 21%，呈现高速增长态势。在此背景下，我们以富达收入替代基金为代表，组织研究了境外养老金领取期的产品和服务，并进行比较分析，以期为我国完善养老金领取期制度设计、丰富产品和服务提供参考。

收入管理类基金在美国的诞生最初是基于退休金的领取规划需求。自 2007 年第一只收入管理类基金富达收入替代基金成立以来，众多的养老基金管理公司如先锋、普信等也陆续推出先锋支出管理基金（Vanguard Managed Payout Funds）、普信退休收入基金 2020（T.Rowe Price Retirement Income 2020 Funds）等类似产品。收入管理类基金不但能够有效对接美国税务部门关于退休金最低领取额度（RMD）的规定，<sup>1</sup>而且为接近或已经退休的投资者提供了更多样化、更灵活的退休金管理选择。

与富达收入替代基金一样，先锋支出管理基金和普信退休收入基金均采用了 FOF 形式。富达收入替代基金和普信退休收入基金均是具有“下滑曲线”的目标日期产品，富达已推出 11 只产品，普信目前推出 1 只。先锋曾经推出三只支出管理基金，目前已经合并为一款中风险的混合基金作为支出管理基金。<sup>2</sup>

表 1 富达、普信、先锋收入管理类基金比较

项目	富达退休管理基金 2020 (Fidelity Managed Retirement 2020 Fund)	普信退休收入基金 2020 (T Rowe Price Retirement Income 2020 Funds)	先锋支出管理基金 (Vanguard Managed Payout Funds)
成立时间	2017 年 6 月 1 日	2017 年 5 月 25 日	2008 年 5 月 2 日
是否有下滑曲线	是	是 <sup>3</sup>	否
起始资产配置	权益基金约 95%	权益基金约 90%	权益基金 55% 左右
目标日期资产配置	权益基金 55%	权益基金 55%	
最终资产配置	权益基金 24% (2020 年后约 10 至 20 年)	权益基金 20% (2020 年后约 30 年)	

信息来源：基金招募说明书

1 根据美国法律规定，私人养老金参与人在年满 70.5 岁后，每年必须从养老金账户中取出不低于最低取款额度的金额，逾期不领取将产生罚款。2019 年改革后，养老金法案将最晚提取年龄由 70.5 岁提高至 72 岁。最低取款额度一般为上一年末的账户余额除以美国国税局“统一生存时间表”的分配期。详见 IRS, Retirement Topics - Required Minimum Distributions (RMDs), <https://www.irs.gov/retirement-plans/plan-participant-employee/retirement-topics-required-minimum-distributions-rmds>

2 先锋曾经有三只支出管理基金（主要区别在于目标领取率，分别为 3%、5%、7%），但三只基金在 2014 年 1 月合并为一个基金，目标领取率为 4%

3 普信退休收入基金 2020 下滑曲线：<https://prospectus-express.broadridge.com/summary.asp?doctype=pros&clientid=trowep11&fundid=872797691>

## 一、收入替代基金概况

### （一）主要特点

富达收入替代基金是针对有定期取款计划并且已处于退休状态的投资者设计的公募基金。作为目标日期基金（TDF）的拓展，富达收入替代基金具备目标日期基金产品的一般特点：多资产配置、FOF 形式以及“下滑曲线”设计等；在此基础上，收入替代基金还可以将投资者退休账户内积累的养老金转换为分期支出计划。具体而言，该基金主要可以提供以下便利：一是提供专业化的资产管理方案，并形成自动化支付；二是在一定程度上锁定通胀，并以较低的成本实现多元化投资及未来潜在的资产增值机会。收入替代基金的出现，对其他类型定期领取的养老金（基本养老金、年金等）计划形成了有效补充，不仅可以提高投资者退休生活的保障水平，还为个人养老提供了更多选择。

### （二）与年金保险的比较

保险业长期以来一直使用固定或可变年金作为将资产转化为收入的手段。富达收入替代基金作为一类创新的将资产转化为收入的基金产品，与年金保险在主要特征方面比较如下：

#### 1、稳定性

富达收入替代基金旨在投资期限内，满足计划的定期领取额度，但支付的具体金额与基金的投资业绩表现高度相关，每期支付的金额可能出现不稳定的情况。年金保险旨在保障产生持续性收益，甚至终身保障。因为有保险公司做担保，除非遇到保险公司破产等极端情况，支付稳定性更高。

#### 2、产品流动性

收入替代基金可以追加购买基金份额从而增加分期领取额度，

也可以在需要时选择赎回变现；年金保险一旦购买往往不能退保，或者在紧急情况下退出，往往只能得到保单非常有限的现金价值。另外，保险不能随意更换受益人，因此流动性更差。

### 3、抗通胀能力

年金的支付额往往是提前确定的，因此通货膨胀将对支付额造成累积性的影响。在每年既定通胀率的情况下，一笔固定支付十年后的资金的购买力将大打折扣。相比之下，收入替代基金的支付是跟随基金规模不断变动的，基金规模随着市场波动而变化，而市场的变化又与经济周期、通货膨胀水平相关联，从而在一定程度上补偿通货膨胀。

### 4、继承性

富达收入替代基金在投资者去世后，剩余部分可以由合法继承人继承。年金在投资者过世后将被用于维持其它年金投资者的计划中，不可继承。

## 二、产品类别与选择

### （一）产品类别

根据基金年报，富达收入替代基金按照投资期限截止日分类，从 2022 至 2042，相邻产品投资期限按两年递增，形成共 11 只产品。<sup>4</sup>2017 年，富达对收入替代基金进行改革，在投资者特别会议通告中，<sup>5</sup>11 支收入替代基金被重新分为“富达纯粹最低取款系列(Fidelity Simplicity RMD Fund)”和“富达退休管理系列(Fidelity Managed Retirement Fund)”两个系列，<sup>6</sup>两个系列的目的不同：“富

---

4 “富达收入替代基金 2042 委托书”，<http://quote.morningstar.com/fund-filing/Prospectus/2018/6/15/t.aspx?t=FIXRX&ft=497&d=80e0de46e80dee9665df5f26b83dbb01>

5 “2017 年富达收入替代基金的投资者特别会议通告”，<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/751199/000119312517030585/d336472dpre14a.htm>

6 改名前，产品名称中的年份代表基金投资终止年份 (Horizon Date)；改名后，产品名称中的年份代表基金持有人年满 70.5 岁（开始领取）的年份

“富达纯粹最低取款系列”旨在当投资者在年满 70 岁而不得不领取养老金时，为投资者提供符合美国国税局规定的最低取款额度；而“富达退休管理系列”旨在为将退休金作为主要收入来源的 60 岁及以上投资者提供综合收入管理及解决办法，领取比例一般高于“富达纯粹最低取款系列”。经过近 10 年的实践，这次改革一方面是为更精准地对接最低领取政策，另一方面也是为满足投资者更加灵活多样的领取需求。

改革后，基金名称中的 2005、2010、2015、2020 等数字年份不再是指代基金的投资期限截止日（Horizon Date），而是分别代表投资者达到 70.5 岁时（按照税法规定必须开始领取的年龄）的大致年份。

**表 2 富达收入替代基金更名情况**

富达纯粹最低取款系列	
更名前	更名后
富达收入替代基金 2024	富达纯粹最低取款收入基金（Fidelity Simplicity RMD Income Fund）
富达收入替代基金 2028	富达纯粹最低取款基金 2005（Fidelity Simplicity RMD 2005 Fund）
富达收入替代基金 2032	富达纯粹最低取款基金 2010（Fidelity Simplicity RMD 2010 Fund）
富达收入替代基金 2036	富达纯粹最低取款基金 2015（Fidelity Simplicity RMD 2015 Fund）
富达收入替代基金 2040	富达纯粹最低取款基金 2020（Fidelity Simplicity RMD 2020 Fund）
富达退休管理系列	
更名前	更名后
富达收入替代基金 2022	富达退休管理收入基金（Fidelity Managed Retirement Income Fund）
富达收入替代基金 2026	富达退休管理基金 2005（Fidelity Managed Retirement 2005 Fund）
富达收入替代基金 2030	富达退休管理基金 2010（Fidelity Managed Retirement 2010 Fund）
富达收入替代基金 2034	富达退休管理基金 2015（Fidelity Managed Retirement 2015 Fund）
富达收入替代基金 2038	富达退休管理基金 2020（Fidelity Managed Retirement 2020 Fund）
富达收入替代基金 2042	富达退休管理基金 2025（Fidelity Managed Retirement 2025 Fund）

## （二）投资者的产品选择

投资者可以选择购买距离自己年满 70.5 岁最近年份的产品，表 3 列示了“富达退休管理系列”各基金投资者的推荐出生年份范围。除了年龄，在选择基金时还有其他因素需要考虑，包括个人

的收入替代目标（即退休后需要或预计需要多少收入）、退休后的其他收入来源、通货膨胀、其他资产情况和个人的风险承受能力。投资者要综合个人情况和投资目标，选择最符合自身需求的基金。

**表 3 “富达退休管理系列”中不同出生年份对应的基金**

出生年份	基金
1932 年及更早	富达退休管理收入基金
1933 年-1937 年	富达退休管理基金 2005
1938 年-1942 年	富达退休管理基金 2010
1943 年-1947 年	富达退休管理基金 2015
1948 年-1952 年	富达退休管理基金 2020
1953 年-1957 年	富达退休管理基金 2025

信息来源：“2017 年富达收入替代基金的投资者特别会议通告”<sup>7</sup>

富达收入替代基金的最低申购金额最初规定为 25000 美元，在 2017 年降低为 2500 美元。<sup>8</sup>基金持有者不得在连续 90 天内对同一只基金进行两次（含）以上的申购赎回组合操作，不得对持有的所有富达收入替代基金在连续 12 个月内有四次（含）以上的申购赎回组合操作，否则将在未来 85 天内被禁止任何形式的交易，但某些特殊情况除外。<sup>9</sup>

### 三、资产配置与投资策略

#### （一）第一步：选择底层配置工具

每只富达收入替代基金通常配置于一系列底层富达基金

<sup>7</sup> <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/751199/000119312517030585/d336472dpre14a.htm>

<sup>8</sup> “2017 年富达收入替代基金的投资者特别会议通告” <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/751199/000119312517030585/d336472dpre14a.htm>

<sup>9</sup> 特殊情况主要是指以下情况：（1）交易金额在 1000 美元以内；（2）系统自动提取或支出计划；（3）强制退休金支出；（4）由某项员工收益计划的委托人或其它相关账户发起的交易；（5）FOF 或战略基金；（6）由委托人提议的慈善基金的受托人发起或投资顾问发起的交易

(Underlying Fidelity Funds)，大致分为国内权益基金、国际权益基金、债券基金和短期基金（有些底层富达基金也会同时投资于国内外权益和债券），权益基金主要投资于普通股、优先股、权证、可转换优先股和股指期货及期权等，债券基金可投资于所有的债券品种，包括投资级债券和非投资级债券、私募债和可转债等，短期基金主要投资于现金、债券逆回购、应收票据等。

富达收入替代基金系列内的各基金均采用统一的“下滑曲线”，由同一基金经理团队统一管理，配置的底层基金根据各基金所处的“下滑曲线”的位置，比例各不相同。基金的中性资产配置策略旨在提供一种既不过度激进也过度保守的资产配置方法。基金合同允许投资经理在配置底层资产时，相对于其中性的资产配置比例上下浮动 10%，以反映投资经理对中期市场状况的判断。另外，出于流动性管理和资产配置的实际需要，投资经理也可以买卖期货合约（多头和空头头寸）。通过衍生工具的运用，可以有效地增加或减少基金资产在一个或多个资产类别中的分配比例。

## **（二）第二步：资产配置随“下滑曲线”变化**

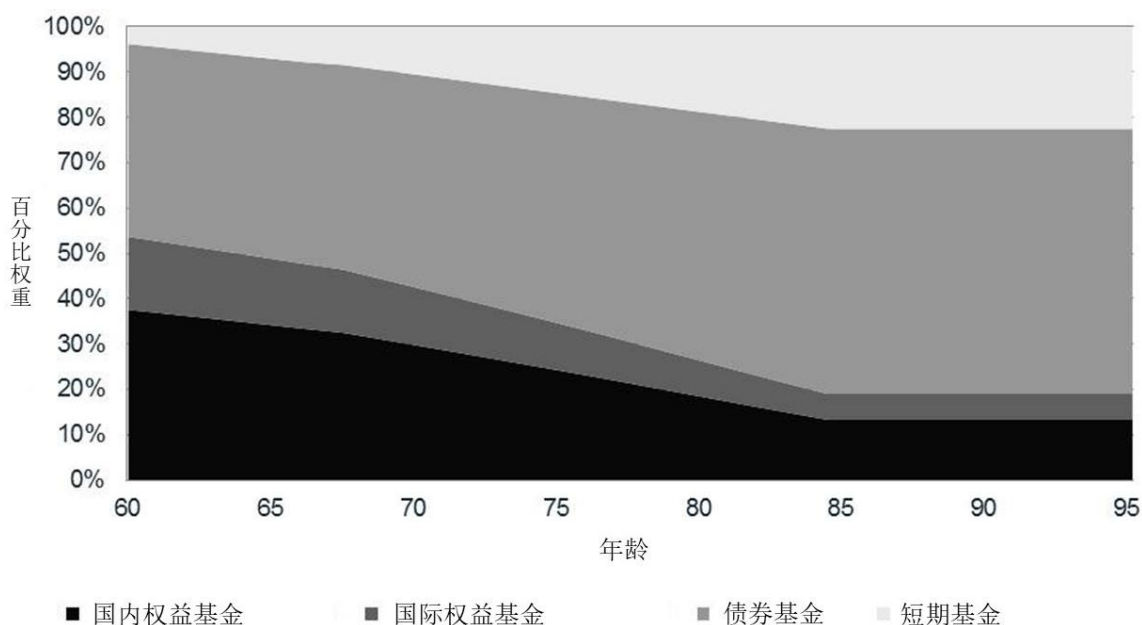
### **1、富达收入替代基金的总体“下滑曲线”设计**

除“富达纯粹最低取款收入基金”和“富达退休管理收入基金”2 支收入基金外，其他 9 只收入替代基金在投资初期分配较高比例的权益类资产和债券类资产，以利用初期相对充裕的本金规模争取获得相对较高收益；随着时间的推移，9 只基金的资产配置会趋于保守，逐年降低权益类和债券类资产比例，提高现金类资产比例，以匹配投资者随年龄增长而不断降低的风险承受能力，并提高资产流动性保证定期领取的计划额度。通常来讲，名称中所含年份越晚的基金资产配置情况相比于年份靠前基金会更加激

进，如富达退休管理基金 2025 的权益资产配置比例高于富达退休管理基金 2005。

图 1 是除富达退休管理收入基金（资产配置稳定）外，“富达退休管理系列”的其它 5 只基金近似的随时间变化的资产配置情况，类似目标日期基金的“下滑曲线”设置。该资产配置计划公布于富达收入替代基金 2017 年投资者通告中，规定在 2018 年底正式生效（2018 年 6 月 30 日后，投资经理将开始转换基金资产，以实现预期配置）。因为投资经理在图中所示的资产配置的基础上可以有一定的浮动控制区间，因此各只基金的实际资产配置情况可能与图中所示情况略有不同，但预计分配给各资产类别基金的比例与“下滑曲线”中设定的中性分配的差异不会超过正负 10%。

图 1 “富达退休管理系列”基金的“下滑曲线”



信息来源：“富达收入替代基金招募说明书”<sup>10</sup>

## 2、与目标日期基金的“下滑曲线”对比

<sup>10</sup> <http://quote.morningstar.com/fund-filing/Prospectus/2018/6/15/t.aspx?t=FIXRX&ft=497&d=80e0de46e80dee9665df5f26b83dbb01> 和 <https://www.streetinsider.com/SEC+Filings/Form+497+FIDELITY+INCOME+FUND/12968325.html>



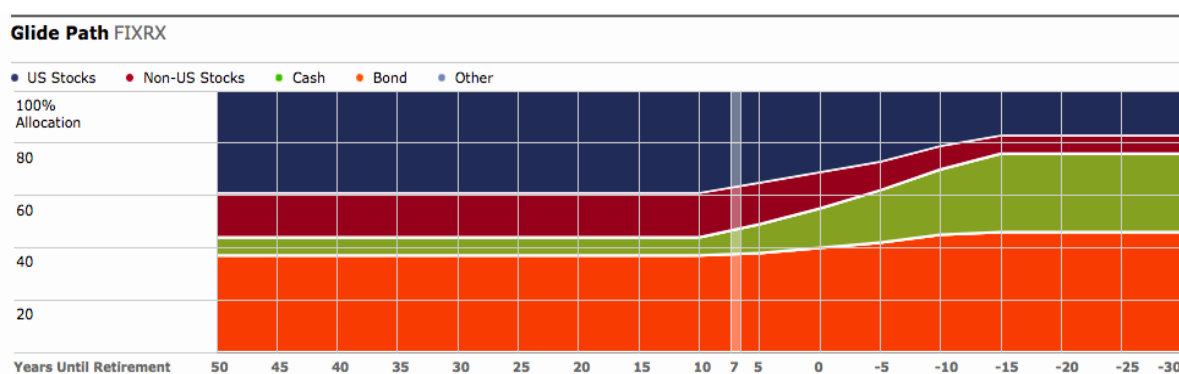
以富达退休管理基金 2025 与富达自由目标日期基金 2025 为例，目前两只基金由同一基金经理管理，<sup>11</sup>对比二者的“下滑曲线”可以发现：<sup>12</sup>

(1) 富达退休管理基金 2025 在初期建仓时，权益类持仓比例要低于富达自由目标日期基金 2025，但减少权益类持仓的起始时间较富达自由目标日期基金 2025 延迟约 10 年。

(2) 除了权益类持仓变化幅度存在差异外，富达退休管理基金 2025 的债券持仓比例变化远小于富达自由目标日期基金 2025 债券持仓比例变化。

(3) 退休时点，二者仓位已经非常接近，其中富达自由目标日期基金 2025 的权益仓位略高于富达退休管理基金 2025；退休 15 年后，两者的资产配置几乎完全一致。这种较为一致的资产配置思路，为分别专注于退休前投资管理和退休后支付管理的两种产品在退休时点附近的转换提供了便利。

图 2 富达退休管理基金 2025 的持仓变动图



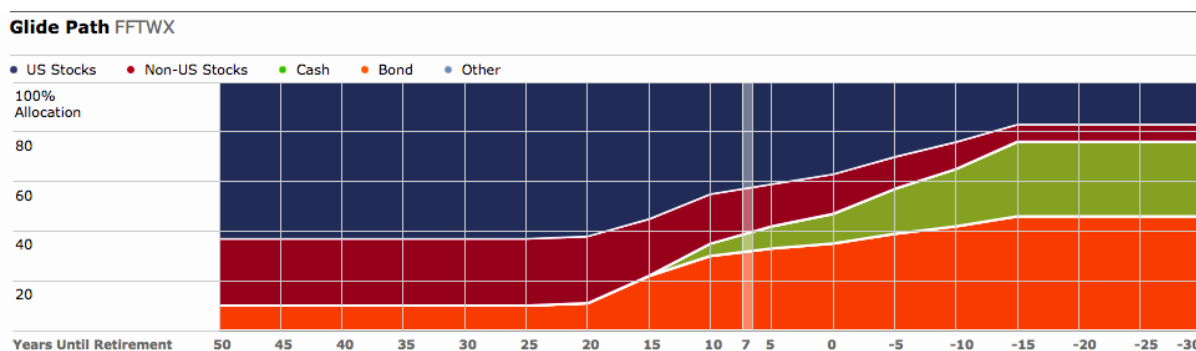
信息来源：“晨星富达退休管理基金 2025”<sup>13</sup>

11 截至 2019 年 5 月 31 日，均为 Andrew Dierdorf 和 Brett Sumsion

12 “晨星富达退休管理 2025” <https://portfolios.morningstar.com/fund/summary?t=FIXRX&region=usa&culture=en-US>，“晨星富达自由 2025TDF” <http://portfolios.morningstar.com/fund/summary?t=FFTWX&region=usa&culture=enUS>

13 <https://portfolios.morningstar.com/fund/summary?t=FIXRX&region=usa&culture=en-US>

图 3 富达自由 2025TDF 持仓变动图



信息来源：“晨星富达自由 2025TDF”<sup>14</sup>

### （三）第三步：到期后基金合并

2017 年之前，富达规定其收入替代基金在到达基金名称显示的投资期限截止日后将被清算（如富达收入替代基金 2018 已经在 2018 年完成所有支付并清算），但在 2017 年重新分类后，每只基金不再设计为在投资期限截止日后不久进行清算。两个系列中的其他 9 个收入替代基金的资产配置比例将分别逐渐向“富达纯粹最低取款收入基金”和“富达退休管理收入基金”靠拢，当 9 只收入替代基金的资产配置与 2 只纯收入基金大致一致时（通常在基金名称所示年份后约 10 至 20 年），基金公司可将基金与两只收入基金合并，无需持有人同意，基金持有人将自动成为两只收入基金的持有人。

例如，富达退休管理基金 2025 是为在 2025 年（或附近年份）年满 70.5 岁的投资者设计的，它大约有 54% 的资产配置于股票基金，其余 46% 的资产投资于债券基金和短期基金，随着时间推移，股票基金的比例将逐渐转换为债券基金和短期基金。相比之下，富达退休管理基金 2005 已经达到投资期限截止日，因此与富达管理退休收入基金资产配置趋于一致，大约 28% 的资产投资于国

<sup>14</sup> <http://portfolios.morningstar.com/fund/summary?t=FFTWX&region=usa&culture=enUS>

内股票基金和国际股票基金，72%的资产投资于债券基金和短期基金，不久后可能将与富达管理退休收入基金合并。富达管理退休收入基金通过稳定的中性资产配置（Neutral Allocations）策略来分配基金资产，通常更多配置于债券基金和短期基金，但也包括少量国内股票基金和国际股票基金。

## 四、收入领取策略

### （一）主要的收入领取策略类型

与美国保险业相比，基金行业才刚刚开始引入收入管理类产品，帮助投资者将养老金资产转化为分期收入，是富达收入替代基金等收入管理类基金区别于一般基金产品的最重要特点。一般而言，美国保险和基金产品的收入领取的策略通常包括以下几种方式：

#### 1、自行制定领取计划

投资者自己或通过投资顾问的帮助，可以提出自己的领取计划。拥有足够资产的投资者可以在不动用本金的情况下靠投资收益为生，甚至实现资产增值。资产不足的投资者也可以通过提取本金，以提供足够的收入。大多数投资者可能没有严格、系统的领取计划，只是在需要钱时清算资产，这种计划更适合于基金产品。

#### 2、终身年金

终身年金通过年金方式为投资者提供终身支付。大多数年金将提供固定的每月领取额度，有些还可以提供通货膨胀调整后的支付额。从收益确定型（DB）养老金计划中获得的月收入实质上就是终身年金，这种一般适用于保险产品。

#### 3、保证生活收入（GMWB）的可变年金

此类可变年金提供终身有保障的提取福利（GMWB），为投资者的生命周期提供最低支付，并提供增加收入的可能性，同时还能抵御通货膨胀，同时适用于保险和基金产品。

#### 4、系统性领取计划（SWP）

系统性领取计划允许投资者从现有基金中提取资金，通过系统性领取计划，在退休期间定期支付固定或可变金额。通常，投资者可以按月、按季、按半年或按年领取，投资者也可以根据其需求选择合适的领取间隔。具体而言，系统性领取计划分为两种：

##### （1）本金保留型系统领取计划（CRSWP）

本金保留型系统领取计划的目标是提供固定支付率，但保留本金。一般而言，这些计划会采用基金中基金（FOF）的投资方式，以实现必要的资产分散化。

先锋投资（Vanguard Group）模型曾经是这种计划的一个典型代表<sup>15</sup>，它包括三种不同的基金，分别有不同的领取率目标：3%，5%和7%。<sup>16</sup>每年的支付额取决于预定的支付率和前三年的投资组合平均价值。3%的基金计划在提供3%的年度支出率的同时，还能提供适度的资产和领取额增长；5%的基金计划旨在提供长期通胀保护和资本保值；7%的基金计划将吸引那些需要更高领取额以满足当前支出需求的人，但可能不能抵御通胀。7%最高领取率将在前几年提供最高的领取额，但最有可能损失本金。如果基金的市场表现没能提供足够的增长，基金将不得不清算部分资产以满足支付要求。这些基金无法保证本金保值，也无法保证收入水平，疲软的市场表现将会导致收入大幅减少。

##### （2）本金消耗型系统领取计划（CDSWP）

---

15 Investopedia “退休收入领取计划” <https://www.investopedia.com/articles/retirement/08/systematic-withdrawal.asp>

16 目前，先锋投资的先锋支出管理基金默认计划领取率为4%，除非另有约定

本金消耗型系统领取计划的目的是允许计划在设定的目标日期之前支付本金及收益。在概念上，该种领取计划类似于反向的具有固定期限的抵押贷款。抵押贷款的现金流量是利息和资本回报的组合，直到抵押期限结束。但是就这类计划而言，收入并不像抵押贷款那样预先确定，而是很大程度上取决于相关投资。富达收入替代基金最初产生时即是采用这种领取计划，但因为本金消耗型的系统领取计划需要完全消耗本金来满足领取需求，一方面不利于基金规模的积累，另一方面也给投资者留下“自收自支”的印象，有些投资者不容易接受。2017年后富达基金对领取方式进行了改革，即富达系统领取计划。

## （二）富达系统领取计划

每只富达收入替代基金的主要目标是定期支付计划领取额度，因此，基金持有人可以自愿选择是否参与系统领取计划（Systematic Withdrawal Plan），基金持有人也可以选择只投资富达收入替代基金，而不参与系统领取计划。

系统领取计划是一个可选的账户功能，旨在使基金持有人能够从富达收入替代基金中定期提款（可月度提取，也可自主选择提取周期）。基金持有人也可以随时选择加入、暂停或退出该计划。一旦加入该计划，将授权自动出售其定期支付所需的基金份额，富达公司通常会在计划规定的付款日期前三天发出赎回订单<sup>17</sup>，并将在赎回完成后向提前登记的地址寄送支票（除另有约定）。

投资者通过参与富达系统领取计划而获得的定期领取金额取决于投资者的年龄、退休收入需求、基金的投资业绩和投资金额等因素。因此，投资者通过该计划领取的金额通常每年都会变化。

---

<sup>17</sup> 当纽约证券交易所休市（周末或节假日除外）、纽约证券交易所的交易受到限制时，赎回可能暂停或支付日期推迟

如果投资效果不理想或出现市场性风险等，收入替代基金在未来的投资期限内的计划提款额度可能会受到影响。根据投资者不同的风险偏好以及承受能力，富达收入替代基金在具体操作上可以对年限、每月计划提款额度及资产配置进行不同的设定，一般投资者可以选择定额或一定比例领取。

随着时间的推移，基金持有人的账户价值将逐渐降低。如果基金余额由于任何原因低于 1000 美元，包括仅仅由于资产净值的下降，富达可以出售所有剩余的基金份额。在执行该操作之前，富达将至少提前 30 天通知持有人是否购买基金以满足最低额度。

### **(三) 案例分析**

表 4 以收益率恒定为条件对两类基金的资产配置比例变化及相应的领取情况（不包含年费率）进行模拟。

## 表 4 收益率恒定下的收入领取和收益表现

1. 假设权益类标的的收益率恒定为年化 10%，固收类为 3%，现金类为 1.21%。2. “当年提款金额”中的 1998/2003/2009/2017 为默认（领取比例 4%、6%、12%和余额全部领取），其余年份“当年提取额”为相邻金额平均。3. 初始金额为 100,000 美元。

年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
年化收益	6.48%	6.21%	5.95%	5.69%	5.42%	5.16%	4.90%	4.63%	4.37%	4.11%	3.84%	3.58%	3.32%	3.05%	2.79%	2.53%	2.26%	2.00%	1.74%	1.47%
当年提款金额	4200.00	4660.00	5120.00	5580.00	6040.00	6500.00	7000.87	7501.73	8002.60	8503.47	9004.33	9505.20	9879.66	10254.13	10628.59	11003.05	11377.51	11751.98	12126.44	12500.90
每月提款金额	350.00	388.33	426.67	465.00	503.33	541.67	583.41	625.14	666.88	708.62	750.36	792.10	823.31	854.51	885.72	916.92	948.13	979.33	1010.54	1041.74
年底投资余额	102277.42	103973.05	105040.29	105434.45	105113.42	104038.20	102132.69	99364.06	95704.63	91132.38	85631.49	79192.80	71940.54	63883.79	55038.28	45426.49	35077.67	24027.67	12318.81	-0.44
权益类收益	5.30%	5.04%	4.77%	4.51%	4.25%	3.98%	3.72%	3.46%	3.19%	2.93%	2.67%	2.41%	2.14%	1.88%	1.62%	1.35%	1.09%	0.83%	0.56%	0.30%
固收类收益	1.02%	0.97%	0.91%	0.86%	0.81%	0.75%	0.70%	0.64%	0.59%	0.54%	0.48%	0.43%	0.38%	0.32%	0.27%	0.21%	0.16%	0.11%	0.05%	0.00%
现金类收益	0.16%	0.21%	0.26%	0.32%	0.37%	0.43%	0.48%	0.53%	0.59%	0.64%	0.69%	0.75%	0.80%	0.85%	0.91%	0.96%	1.01%	1.07%	1.12%	1.17%

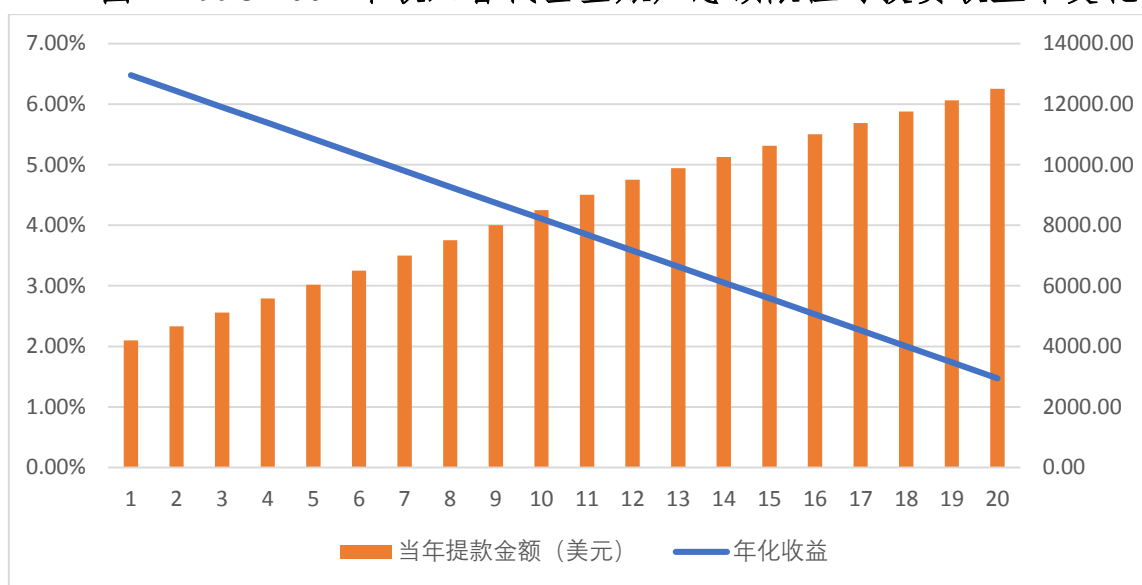
权益类标的为 S&P500 指数				
年份	权益类占比	年度平均 下调幅度	年份	收益率
1	53.0%	2.6%	1998	10%
2	50.4%		1999	10%
3	47.7%		2000	10%
4	45.1%		2001	10%
5	42.5%		2002	10%
6	39.8%		2003	10%
7	37.2%		2004	10%
8	34.6%		2005	10%
9	31.9%		2006	10%
10	29.3%		2007	10%
11	26.7%		2008	10%
12	24.1%		2009	10%
13	21.4%		2010	10%
14	18.8%		2011	10%
15	16.2%		2012	10%
16	13.5%		2013	10%
17	10.9%		2014	10%
18	8.3%		2015	10%
19	5.6%		2016	10%
20	3.0%		2017	10%

美国 5 年期国库债				
年份	固收类占 比	年度平均下 调幅度	年份	收益率
1	34.0%	1.8%	1998	3.00%
2	32.2%		1999	3.00%
3	30.4%		2000	3.00%
4	28.6%		2001	3.00%
5	26.8%		2002	3.00%
6	25.1%		2003	3.00%
7	23.3%		2004	3.00%
8	21.5%		2005	3.00%
9	19.7%		2006	3.00%
10	17.9%		2007	3.00%
11	16.1%		2008	3.00%
12	14.3%		2009	3.00%
13	12.5%		2010	3.00%
14	10.7%		2011	3.00%
15	8.9%		2012	3.00%
16	7.2%		2013	3.00%
17	5.4%		2014	3.00%
18	3.6%		2015	3.00%
19	1.8%		2016	3.00%
20	0.0%		2017	3.00%

美国 30 天国库债					
年份	现金类 占比	年度平均 增长幅度	年份	收益率	
1	13.0%	4.4%	1998	1.21%	0.16%
2	17.4%		1999	1.21%	0.21%
3	21.8%		2000	1.21%	0.26%
4	26.3%		2001	1.21%	0.32%
5	30.7%		2002	1.21%	0.37%
6	35.1%		2003	1.21%	0.43%
7	39.5%		2004	1.21%	0.48%
8	43.9%		2005	1.21%	0.53%
9	48.4%		2006	1.21%	0.59%
10	52.8%		2007	1.21%	0.64%
11	57.2%		2008	1.21%	0.69%
12	61.6%		2009	1.21%	0.75%
13	66.1%		2010	1.21%	0.80%
14	70.5%		2011	1.21%	0.85%
15	74.9%		2012	1.21%	0.91%
16	79.3%		2013	1.21%	0.96%
17	83.7%		2014	1.21%	1.01%
18	88.2%		2015	1.21%	1.07%
19	92.6%		2016	1.21%	1.12%
20	97.0%		2017	1.21%	1.17%

从以上模拟数据中可以看出，收入替代基金的权益类和债券类资产的比例随投资期限截止日的临近而不断减小，现金类比例不断提升。收益率随权益类和债券类资产比例的减小而不断降低，直至投资期限末期趋近于现金类资产收益率。

图 4 1998-2007 年收入替代基金账户总额限值与投资收益率变化



信息来源：据表 4 数据，假设权益类标的的收益率恒定为年化 10%，固收类为 3%，现金类为 1.21%。

## 五、收益表现

### (一) 总体收益表现

表 5 显示了富达 11 只收入替代基金的最新规模与收益率情况。从基金净规模来看，富达纯粹最低取款 2020 基金和富达退休金管理基金 2020 的规模最大；从收益率来看，回报率与投资期限明显正相关；从年管理费率来看，管理费率与投资期限也呈明显的正相关关系，但都低于行业平均的 0.79%，正如上文所述，日期越长，底层基金的权益类资产比重越高，管理费用增加。

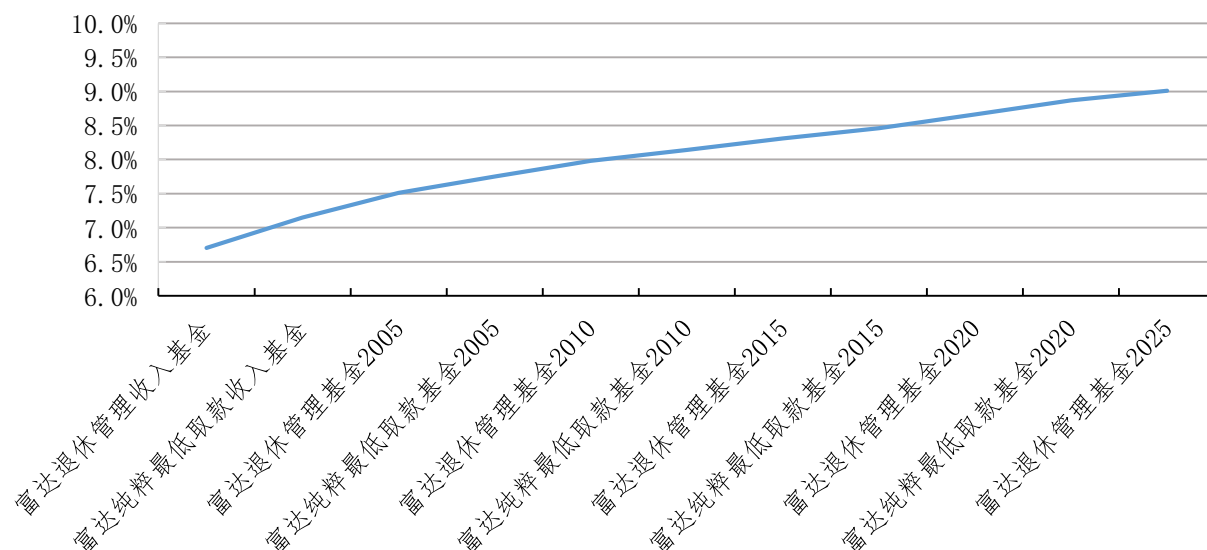


表 5 富达收入替代基金最新规模与收益率情况

基金名称	近 10 年年化收益率	净资产规模 (万美元)	年管理费率
富达纯粹最低取款收入基金	7.15%	1815	0.47%
富达纯粹最低取款基金 2005	7.75%	1747	0.48%
富达纯粹最低取款基金 2010	8.14%	898	0.53%
富达纯粹最低取款基金 2015	8.46%	1983	0.57%
富达纯粹最低取款基金 2020	8.87%	4007	0.61%
富达退休管理收入基金	6.70%	621	0.45%
富达退休管理基金 2005	7.51%	536	0.45%
富达退休管理基金 2010	7.98%	882	0.46%
富达退休管理基金 2015	8.31%	418	0.47%
富达退休管理基金 2020	8.66%	5056	0.47%
富达退休管理基金 2025	9.01%	1854	0.48%

信息来源：富达官网，<sup>18</sup>富达退休管理基金 2020 规模数据截至 2019 年 6 月 11 日，其他基金的规模数据截至 2019 年 5 月 31 日。

图 5 富达收入替代基金近 10 年年化收益率对比



信息来源：富达官网，<sup>19</sup>数据截至 2019 年 5 月 31 日。

## (二) 与市场基准及目标日期基金收益对比

以富达纯粹最低取款基金 2020 和富达退休管理基金 2025 为

<sup>18</sup> <https://fundresearch.fidelity.com/mutual-funds/composition/31617L863>

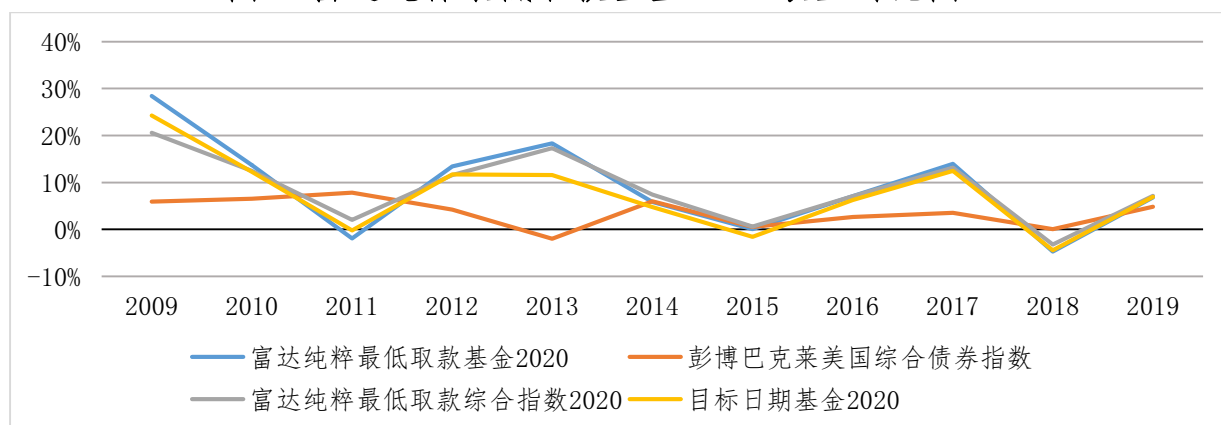
<sup>19</sup> <https://fundresearch.fidelity.com/mutual-funds/composition/31617L863>

例：

### 1、富达纯粹最低取款基金 2020

从近 10 年的收益率情况来看，富达纯粹最低取款基金 2020 相对于彭博巴克莱美国综合债券指数有 6 年产生了正的超额收益，其中在 2009 年的超额收益高达 22.51%；富达纯粹最低取款基金 2020 相对于富达目标日期基金 2020 在 7 年均形成了超额收益。

图 6 富达纯粹最低取款基金 2020 收益对比图



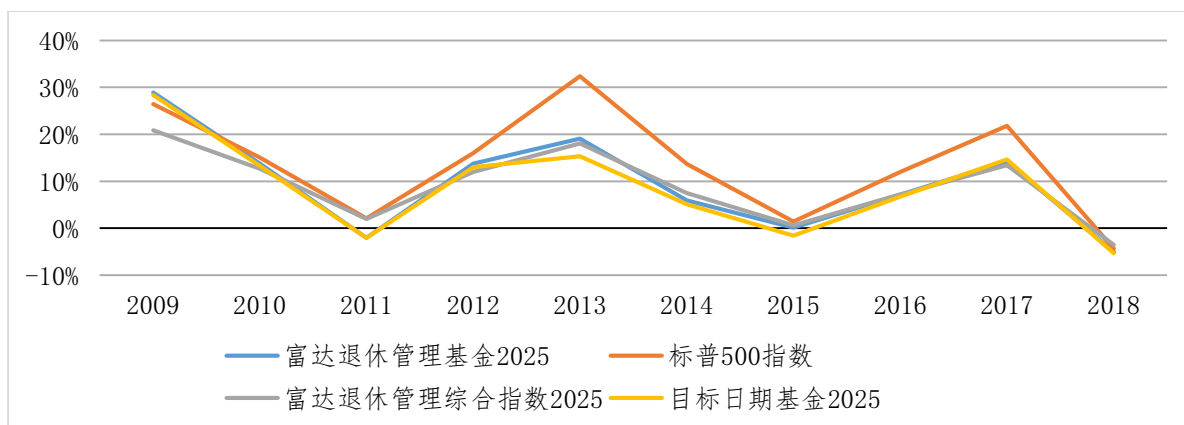
信息来源：富达官网<sup>20</sup>

### 2、富达退休管理基金 2025

从近 10 年的收益率情况来看，富达退休管理基金 2025 相对于标普 500 指数，仅在 2009 年产生了 2.45% 的超额正收益，其余年份均为负，其中 2013 年的超额负收益最大，为 -13.29%；富达退休管理基金 2025 相对于富达目标日期基金 2025 在 7 年均形成了正的超额收益，但总体上二者的收益差距不明显。

图 7 富达退休管理基金 2025 收益对比图

<sup>20</sup> <https://fundresearch.fidelity.com/mutual-funds/composition/31617L863>



信息来源：富达官网<sup>21</sup>

## 六、总结与思考

### (一) 富达收入替代基金获得认可的原因

收入替代基金的出现很大程度上是基于美国成熟的资本市场和深入到每个家庭的基金普及程度，以及相对理性并与全球资本密切联动的市场体系。在此基础上，收入替代基金能够取得认可，不仅得益于产品设计上的优势，也与政策背景和市场需求有一定关系。

#### 1、政策背景

美国税务部门要求个人在退休并达到一定年龄后必须从养老金账户中进行最低额度的领取。作为目标日期基金的“改良版”产品，富达收入替代基金的出现适时满足了投资者这一最低领取需求，能恰到好处地与相关法律法规对接。富达基金提早布局，先于竞争对手一步抢占了养老金市场的先机，这是富达收入替代基金获得认可的重要原因之一。

#### 2、产品设计与营销

首先，产品设计灵活，满足多样化的市场需求。富达收入替代基金允许个人随时购买，随时退出，并且产品具备双重性质：

<sup>21</sup> <https://fundresearch.fidelity.com/mutual-funds/composition/31617L863>

既可以作为一般公募产品，也可以作为对接退休收入的特别选择。其次，系列产品覆盖几乎全部年龄段投资者，功能清晰，便于投资者选择。富达基金在经历了十余年收入替代基金的运营累计后，目前已经形成比较成熟的收入替代基金时间分段体系和同年龄段客户不同需求的产品分类标准。2007年最初产生时设计的最长投资期限截止日为2042年，跨度35年，当前美国社保退休的法定年龄为66岁零2个月，35年后正好百岁左右，几乎能覆盖养老金终生领取需求。2017年，富达收入替代基金11只产品重新分类为两个系列，两个系列功能各有侧重，为60岁以上潜在投资群体的不同需求提供了清晰的选择思路。

## （二）对国内的思考与借鉴

从产品布局的角度，个人养老金在积累期和领取期，对养老金的保值增值和风险管理各有侧重。积累期更加强调保值增值，实现长期投资收益，以养老目标基金为代表的配置型产品可以有效对接；领取期则更加强调风险管理和流动性保障，需求同样不容小觑。长期以来，保险业一直使用固定或可变年金作为将资产转化为收入的有效手段对接市场，国内基金业也需要抓紧开发出类似富达收入替代基金等侧重于收入管理的产品，从而提升基金产品在全生命周期的保障功能。

从政策环境的角度，2006年中国才推出第一只目标日期基金<sup>22</sup>——汇丰晋信 2016 周期混合<sup>23</sup>。随着中国个人养老金的落地和推广，首批养老目标基金产品已经在2018年成立。截至2019年8月初，证监会五批共审批通过74只养老目标基金产品；其中44只产品已发行并宣布成立，合计募集规模145亿，认购户数将近

<sup>22</sup> 晨星报告“揭开海外FOF面纱之目标日期基金策略篇”，<http://cn.morningstar.com/fundtools/article/download.aspx?id=AR00007228&no=0>

<sup>23</sup> 该基金在2016年到期后，累计份额净值增长率为173.5%，超业绩基准52%，目前已经转为普通债券型基金

100 万。起步稳健、运作良好，受到市场认可。未来，个人养老金制度的政策红利以及养老目标基金的运行经验都将为国内收入管理类基金的推出创造良好环境。

**从产品推广的角度**，目前国内符合养老需求的基金产品整体上还处于普及和推广阶段，退休金的收入管理需求尚不明确，有待进一步挖掘。收入管理类基金与一般目标日期基金比较，最大的特点之一在于针对退休后人群。与美国相比，中国的年金和个人养老金目前还无最低领取额的相关规定，以目前国内的金融知识普及程度以及老年群体的投资理念和习惯，如不加以政策性引导、持续的开展投资者教育，收入替代基金在推广上可能会经历更长的一段时间。美国从第一只目标日期基金的发行到第一只收入替代基金的推出也用了约 15 年的时间才得以实现。因此，短期来看，国内发行收入管理类产品对于完善基金产品类型布局、服务个人养老金市场有更多的战略意义。

**从具体实施的角度**，一是可将类似富达系统领取计划的基金账户领取计划作为一种独立的技术工具和附加选项，引入个人养老金基金产品的设计思路与合同条款中，供有退休金收入管理需求的个人养老金投资者自愿选择。相比于单独设计一类产品可能更为高效简便、易于推广。二是在国内推出具有收入管理功能的基金产品，需要考虑有几个要点：首先，可以参考富达收入替代基金的做法设计具有“下滑曲线”的产品，也可站在更广泛的视角之下，把具有低波和红利特征等能够产生稳定现金流的公募基金作为收入管理类基金的雏形；其次，初期可以借鉴富达经验做法，收入管理类基金产品不仅可以实现收入管理的特色功能，也可以同时作为普通的 FOF 产品在市场推广；第三，通过对重点

客户群体的服务细化，促进收入管理类基金产品逐渐对接年金、个人养老金等个人客户的退休后投资和收入领取需求，推动市场加速成熟，最终将收入管理类基金产品发展成为能够真正普惠大众、服务特定需求的金融产品。

**（本文由广发基金管理有限公司孙瑜撰写，协会理财及服务机构部刘洋洋、靳珂语校对）**