

## 中证指数研究报告

# 全球多资产指数化投资发展与展望

2013年9月

## 一、全球多资产投资基金现状

多资产投资基金可被视为广义的混合型基金，是通过投资股票、债券、商品、货币及衍生品等多种资产类型实现特定风险收益目标的基金产品。上世纪90年代以来，受益于养老金市场的巨大需求，多资产投资基金规模、数量及产品形式得到了快速的发展。从1974年至今，美国养老金市场资产总额不断推升，从1974年0.369万亿美元，增长到2012年19.896万亿美元，几乎增长了54倍。根据ICI统计，目前美国养老金市场投资于共同基金主要是IRAs（Individual Retirement Accounts，个人养老账户）和DC（Defined Contribution，固定缴款）计划。截止2012年底，IRAs和DC计划投资于多资产基金的规模分别达到0.513万亿美元和0.668万亿美元，共有1.181万亿美元，而多资产投资基金总体规模为1.95万亿美金，养老金市场投资于多资产投资基金比重达到60.56%。据此表明，多资产投资基金备受美国养老金市场投资者的青睐，其发展受益于该市场的不断扩张。

从产品形式来看，多资产投资基金最主流的形式主要有：传统的混合型基金（Hybrid Funds）和基金中基金（Fund of Funds，FoF）。

传统的混合型共同基金是指将资产配置于股票、债券、商品等多种资产的共同基金。自1984年以来，传统的混合型基金规模及市场占比处于持续增长态势。据ICI统计，截至2012年，美国传统混合型基金规模的总资产已经达到0.99万亿美元，占共同基金规模比重为7.6%，接近1994年的高点7.63%。

混合型FoF作为多资产投资的重要形式，是一种专门投资于其他

混合型基金的基金。根据ICI统计，美国市场FoF基金由1998年350亿美元快速上涨至2012年1.28万亿美元（年化增长幅度为29.33%），且FoF中有超过3/4的产品为混合型FoF产品。据此可知，截止2012年底，混合型FoF规模超过了0.96万亿美元。

从策略类型来看，多资产投资基金主要包括四类：目标日期型，也称生命周期型；目标风险型；风险控制型；风险平价及保本策略型。

目前目标日期型和目标风险型是多资产配置投资的主要策略形式，据ICI统计，2012年底，目标日期型基金和目标风险型基金规模分别为0.481万亿美元和0.292万亿美元，总计0.773万亿美元，占整个多资产投资基金比重为39.64%。

## 二、美国多资产指数化投资现状

### （一）多资产指数化投资迎来契机

在过去数年中，生命周期基金选择被动管理产品的资金流入速度一直超过主动管理。在2012年，这一趋势达到一个里程碑标志，生命周期基金配置中被动管理资产净流入规模首次超过主动管理。虽然主动管理在整个资产管理规模上占比为68%，仍然占主导地位，但是规模优势从2006年（占比85%）开始已经显著降低。

#### 1、多资产投资产品配置被动管理资产的规模持续扩张

在过去三年中目标日期型基金配置被动资产的速度明显快于主动管理。被动管理产品系列资产规模的增长速度是主动管理系列的两倍。据晨星估计，如果过去三年的平均资产增长率（主动管理型11%，

被动管理型26%)可以延续的话,那么到2019年,被动管理型的资产规模将超过主动管理型的资产规模。

## 2、生命周期基金资产配置从主动管理向被动管理转变

被动产品由于其较低的成本、更好的表现和便利的运作模式引起了养老金计划发起人和计划参与人的兴趣。相反,主动管理基金在2008年和2011年很难战胜基准,非常多的主动生命周期系列在2008年金融危机期间损失惨重。另外,更多的被动型生命周期基金系列不断面世,一些基金公司在提供主动型产品的同时,也提供被动产品系列,如John Hancock, BlackRock和TIAA-CREF。

除了转变已经存在生命周期基金系列管理方式,大量的资产管理公司已经发行了补充的生命周期基金系列,这些系列主要投资于被动管理的指数基金或ETF。在过去5年时间中,BlackRock, Fidelity, ING, John Hancock和TIAA-CREF已经各自发行纯指数化的生命周期基金系列,并增加其已经存在主打主动管理系列的被动管理资产比重。JPMorgan在2012年发行了SmartRetirement Blend系列来作为其长期主打纯主动系列的一个补充,以丰富其产品线。该新系列同时配置被动管理的ETF和主动管理基金,主动管理比重仅占31%的比重。

## 3、基金管理人面临着监管和市场要求降低费用的双重压力

美国劳工部明确要求增加养老金计划费用的透明度,这就迫使计划发起人更加认真关注基金费用,而且市场也在不断偏向于对低费率产品的需求。由于主动管理型产品相对费率较高,与此同时,被动管理策略的市场份额在不断增加,它们低成本的管理不断在改变这个行

业的定价前景。截止2012年12月31日，Vanguard作为最大的被动管理生命周期系列，拥有1240亿美元的资产规模，其被动管理生命周期系列的巨大成功也在吸引着其他投资管理人开始从事被动管理。其他新发行的指数化管理系列同样有着显著的资产扩张态势，Fidelity Freedom Index series从2009年10年成立以以来，吸引了超过60亿美元的资金，All-passive John Hancock Retirement Choices series自2010年4月发行以来也达到约40亿的规模。

多资产投资对于被动管理产品的需求近几年一直保持快速增长的态势，必然给多资产指数的应用带来契机。

## （二）金融危机以来多资产投资指数产品开始发力

虽然多资产投资指数编制发布和产品应用起步较晚，但是从发展趋势来看，其指数化元素越来越多。

一方面，从FOF的跟踪标的来看，以目标日期基金为例，2009年至2011年，更多的产品选择将单一资产的投资标的由传统的主动式产品转为被动的指数基金或ETF，其中90%以上的资产选择被动型产品的基金占比由1/5左右上升至1/4左右。表明更多的管理人认识到被动型产品在单一资产当中的投资优势。

另一方面，完全追踪多资产指数的共同基金和ETF也得到了快速发展。目前主要有Wells Fargo目标日期策略指数基金系列，ishares目标日期策略指数ETF、ishares目标风险策略指数ETF。

Wells Fargo的生命周期基金系列是最早涉足多资产指数化投资产品的共同基金，目前在北美生命周期共同基金中排名第五。该生命

周期基金系列于1994年成立，成立之初是采用主动化管理的模式，但是从2006年起，转为采用被动化管理的模式，跟踪道琼斯发布的目标日期策略指数系列。该基金自从转为指数化投资以后，基金规模连年快速增长，从2007年的23亿美元迅速增长到2012年的142亿美元，年化增长率达到43.5%。

2008年底，BlackRock iShares成立了10只跟踪标普目标日期策略指数系列的ETF和4只跟踪标普目标风险策略指数系列，截止2013年6月，这两个系列ETF规模分别为1.97亿美元和6.69亿美元。虽然这两个系列的目前规模还不算很大，但是从成立之初的不足千万美元的规模，到现在的数亿规模，已经取得了飞快的发展。

金融危机中，主动基金资产配置和投资目标不匹配的负面作用确实对被动型产品的发展起到了很强的推动作用。据晨星统计，金融危机前，大部分即将到期的主动管理的生命周期基金仍将资产的50%以上配置于股票市场，从而遭受巨额损失，也凸现了多资产被动产品的优势。

### 三、我国多资产指数化投资现状

#### （一）多资产投资基金产品

##### 1、仍以传统混合型基金为主，规模不断减少

从2007年至今，混合型基金规模不断减小，原因主要有两个方面：一方面：新混合型基金发行数量相对较少，规模增量贡献不大；另一方面：混合型基金整体股票仓位较高，从2008年至今，混合型基金平

均股票仓位在68%，受市场行情的影响较大，资产规模难有起色。

## 2、2011年起保本型基金开始受到市场青睐

鉴于股市的持续低迷，具有防御性特征的保本型基金开始受到市场青睐，保本型基金从2011年开始发力，截止2013年6月30日，共发行了49只。2013年上半年该类型基金已经成立14只，接近2012年整年的成立数量。

## 3、明确与养老相关的多资产投资基金开始布局

目前基金明确与养老主题相关的多资产投资基金有9只，规模为115.34亿元，其中大成财富管理2020占了62.5%。2012年12月至今，有4只基金在其基金投资目标中明确为投资者提供养老理财工具。

表 1 养老相关多资产基金基本情况

证券代码	证券简称	基金全称	基金成立日	2013Q2 规模 (亿元)
540001.OF	汇丰晋信 2016	汇丰晋信 2016 生命周期 开放式证券投资基金	2006-05-23	3.76
090006.OF	大成财富管理 2020	大成财富管理 2020 生命周期 证券投资基金	2006-09-13	72.10
540004.OF	汇丰晋信 2026	汇丰晋信 2026 生命周期 证券投资基金	2008-07-23	1.92
420009.OF	天弘安康养老	天弘安康养老混合型 证券投资基金	2012-11-28	2.05
000062.OF	银华中证成长股债	银华中证成长股债恒定组合 30/70 指数证券投资基金	2013-05-22	3.40
519050.OF	海富通养老收益	海富通养老收益混合型 证券投资基金	2013-05-29	8.35
000060.OF	国联安中证股债动态	国联安中证股债动态策略指数 证券投资基金	2013-06-26	2.32
000125.OF	上投摩根天颐年丰	上投摩根天颐年丰混合型 证券投资基金	2013-07-18	4.39 (成立规模)
000121.OF	华夏永福养老理财	华夏永福养老理财混合型 证券投资基金	2013-8-13	17.05 (成立规模)

注：数据截止 2013 年 8 月 15 日

## （二）多资产指数化投资

就目前而言，我国多资产投资指数化仍然处于起步探索阶段，截止2013年上半年，分别有两只多资产投资基金选择被动化管理，分别是银华中证成长股债和国联安中证股债动态，前者采用股债恒定组合策略，后者采用合成看跌期权策略，截止2013年6月30日，两只基金规模分别为3.40亿元和2.32亿元，规模较小。

## （三）多资产指数应用前景

### 1、养老金市场

我国养老保险制度历经20年的发展和完善，逐步建立起多支柱的养老体系。截止目前，我国养老保险体系主要涵盖四个部分，一是城镇基本养老保险，分地方统筹和全国社保两个部分，截止2012年底，基本养老保险基金累计结存已达23941亿元；二是，城乡居民社会养老保险，截止2012年底，基金累计结存2302亿元；三是，企业年金，截止2012年底，年金基金累计结存4821亿元，目前全国参与企业年金的企业仅为5.47万家，参与职工只有1847万人，未来有进一步扩充的巨大空间；四是，个人储蓄性养老金（商业养老保险资金）。

企业年金采用受托管理模式，在企业年金基金管理过程中主要涉及四类管理服务主体，即受托人、账户管理人、托管人和投资管理人。目前，我国企业年金实行完全市场化运营，人社部等监管部门对企业年金基金相关管理机构进行了资格认证，于2005年和2007年分两批认定了21家企业年金管理投资管理机构，其中基金公司12家，养老保险公司4家，保险资产管理公司3家，证券公司2家。企业年金管理人是



未来多资产投资指数主要潜在需求者

个人储蓄性养老金（商业养老保险资金）中的投资连结保险，投资连结险是一种基金，是一种长期投资产品，设有不同风险类型的账户，与不同投资品种的收益挂钩。不设保底收益，保险公司只是收取账户管理费，盈亏由全部客户自负。因此，通过设置不同风险类型的多资产投资指数，可以为该类产品提供投资标的。该类型产品也是多资产投资指数的潜在需求者。

## 2、个人投资者

近年来市场低迷，投资者对于市场风险的认知和敏感程度不断提升。目前在股票型基金停滞不前的情况下，固定收益基金和保本型基金保持快速增长，这也验证了防御性的产品逐渐受到投资者的认可。而以控制风险见长的目标风险策略指数和风险控制策略指数的产品可以为风险承受能力不同的投资者提供差异化目标风险的投资标的，因此该类型指数容易被投资者接受并迎来发展机遇。

### （四）政策法规配套有利于多资产投资指数的发展

传统的混合型基金盛极而衰与其目标定位不清晰、产品结构模糊密不可分。首先，投资者从其产品说明书上很难看到产品的明确受众人群以及投资目标，不了解其与其他类型产品的区别。其次，投资者一般只能依据业绩基准中不同资产的比例来估计产品到底是怎么配置资产的。然而以业绩基准60%股票+40%债券的混合型基金为例，规模排名前10的基金当中，过去4年并没有按照60%+40%的模式去配置资产，而是将更多的资金投入到了股票市场（平均季度仓位在70%以

上), 使得产品的风险收益属性与股票型基金非常类似。

未来, 混合型基金的仓位更加灵活, 有利于多资产指数化投资产品的发展。此外, FOF形式的产品有望进入国内市场。从美国发展的情况来看, FOF是混合型基金的重要形式。由于其FOF产品形式灵活, 受到投资者和发行人的广泛欢迎。其中对于发行者而言, FOF产品可以降低管理人管理单一资产精力, 将更多时间放在资产配置领域。同时, 如果母基金的投资标的为本公司自己发布的基金产品(内部FOF), 可以扩大自有基金的总规模, 提高公司实力, 这对发行人吸引力很高。比如Vanguard, 旗下的混合型FOF基本都投在自己的ETF之上。而对于投资者而言, FOF的管理费用并不一定会超过非FOF的管理费用(特别是内部FOF), 因此不会存在明显的选择性偏好。

#### 四、中证多资产投资指数发展展望

##### (一) 中证多资产投资指数发展现状

中证指数公司在多资产指数方面不断创新, 目前已经发布了四条恒定组合系列指数和一条合成期权策略指数。恒定组合系列指数是于2012年8月30日发布的首批4条多资产投资指数: 中证银华价值股债恒定组合70/30 指数、中证银华价值股债恒定组合30/70 指数、中证银华成长股债恒定组合70/30 指数、中证银华成长股债恒定组合30/70 指数, 合成期权策略指数是于2012年10月16日发布的中证股债动态合成期权策略指数。目前恒定组合策略指数和合成期权策略指数均有相应的指数基金产品跟踪。

## （二）中证多资产投资指数发展规划

### 1、构建完善的多资产投资指数体系

多资产投资指数体系是多资产投资指数化发展的前提。未来，中证指数公司将结合我国养老金等长期资金发展需要，构建涵盖恒定组合、目标风险、风险平价、风险控制、生命周期和组合保险策略等在内多资产指数体系。

表2 中证多资产指数体系规划

大类	子类别	英文简称	策略要素
恒定组合	股债不同固定比例配置	CMA	维持目标比例
目标风险	不同风险级别目标风险	Target Risk	在最大下行风险的可容范围内优化收益
风险平价		Risk Parity	保持标的资产风险相等
风险控制	不同风险控制具体目标	Risk Control	根据目标波动率选择主动升、降仓
目标日期 (生命周期)	不同退休阶段系列	Target Date	根据退休日期制定一站式组合配置
组合保险	合成期权	Synthetic Put	注重保护下行风险，即动态保本
	以期权为基础组合保险	OBPI	
	固定比例投资组合	CPPI	
	时间不变组合保险	TIPP	

### 2、先期开发与风险主题相关的多资产指数

近些年A股市场的萎靡不振，使得越来越多的投资者，尤其是中小投资者对于防御类的产品需求越来越大，从债券型基金和保本型基金的快速增长就可以验证这一趋势。因此，多资产投资指数体系的发展，将以风险主题先行，如风险控制指数、风险平价指数等。

以目标风险指数为例，该类指数的编制理念在于，在市场上涨的时候能够分享市场上涨，在市场下跌的时候，根据不同风险承受程度，通过控制下行风险来规避极端下跌风险。目标风险指数通过约束不同

下行风险，优化实现模拟目标资产组合相对于市场组合的贝塔系数最大化，代表了在不同风险约束下的多资产配置组合。

从资产配置来看，现阶段目标风险指数主要投资于股票、债券和现金三类资产，FOF成行后，基金将成为目标风险指数的主要资产，未来，配置资产可进一步拓宽至商品期货、衍生品、REITS等。

风险平价指数是指保持组合中任一资产风险占全部组合风险的比重相等，风险较高资产配置相对较低的权重，而风险较低资产配置较高的权重。