

从 TSP 委员会回信看美国养老金资产管理

2020 年 5 月 产品开发部 杨可

2019 年四季度，美国两位州议员发起限制养老金投资中国的动议，矛头直指联邦雇员养老金 TSP 将其海外权益配置的基准变更为一个包含中国公司的指数。而 TSP 的管理委员会 FRTIB 也争锋相对，于 11 月由委员会主席 Michael Kennedy 致信回复几位州议员。根据此回信，我们能够一窥美国 DC 型养老金投资管理的一些重要特征。

1. 养老金计划治理

回信开门见山就是介绍 TSP 和 FRTIB 是一个什么机构：TSP 是一个服务联邦政府雇员的类似 401(k) 的退休计划，FRTIB 是负责管理 TSP 的独立的联邦机构（Federal Agency）。并且强调 TSP 资产属性：TSP 每一个账户里的钱都属于 TSP 计划的参加人，而不是美国政府的资产。

同时，明确了 FRTIB 的责任义务。所有关于 TSP 管理的相关决定都是由负有信托责任（fiduciary duty）的 FRTIB 的各位成员及执行总裁做出。这个信托责任赋予委员会“只为 TSP 参加人和受益人的利益服务”及“以为参加人和受益人提供福利为唯一目的”的义务。回信还点明了 TSP “为退休收入积累基金做审慎的投资”的投资目标。

治理模式是养老金管理的基石。资产的归属、受托的责任义务、投资的目标等都是治理模式的重要要素。以 401(k) 为代表的 DC 型养老金是属于出表（off balance）资产，即使 TSP 的发起人（sponsor）应为美国联邦政府，但 TSP 资产不属于政府财产，而是归属于每一个计划参加人（participant）或受益人（beneficiary）。明确了资产属性，后面的责任义务、投资工作才会相应明确。

2. 决策模式

集体决策。FRTIB 由五位总统任命的理事(其中 1 人为理事会主席) 和一位执行理事组成, 所有决议由委员会集体做出。本次 I 基金基准转换的决议就是五位理事中有四位赞成而后达成的, 而剩下的一位也未明确表示反对, 只是建议延迟实施, 但建议被否决, 理由是该决议早在 2017 年就应实施, 不该被继续拖延。

定期评估基金基准。作为服务于计划参加人的委员会, 基于审慎的信托义务, 会定期评估基金的基准是否符合 TSP 参加人及受益人的最佳利益。

聘请外部投资顾问。委员雇佣投资顾问 Aon 来执行定期评估。投资顾问对每个基金的基准指数进行评估。聘请投资顾问对于海外大型的机构投资者(如养老金、捐赠基金等)来说, 是普遍的市场操作。外部投资顾问一般会提供广泛的投资服务, 如: 机构投资治理结构完善、大类资产配置、组合构建、管理人研究及选择、战术资产配置、业绩评估、投资组合再平衡等。

国内对投资顾问比较陌生, 但在海外, 大大小小的机构投资者背后基本都有投资顾问的身影。截至 2018 年上半年, 全球前十大投资咨询公司的咨询资产规模就超过 30 万亿美元, 客户以养老基金、主权基金、捐赠基金、保险机构等为主, 近五年来增长率达到 27.8%。同时, 投资顾问业务近年来还衍生出外包 CIO (OCIO) 业务, 发展迅猛, 市场规模已超万亿美元。

表 1: 全球前十大投资顾问 (机构业务)

投资咨询公司	咨询资产规模AUA (万亿美元)
Mercer	11.63
Aon	3.12
Cambridge Associates	2.58
Russell Investment	2.50
Callan	2.33
RVK	2.25
Willis Towers Watson	2.20
Pension Consulting Alliance	1.38
Meketa Investment Group	1.12
NEPC	1.02
合计	30.13

数据来源: Pension and Investment, 数据截至 2018.6.30

内部咨询 Employee Thrift Advisory Council(ETAC)。ETAC 是一个依法设立的由 15 个人组成的委员会，成员主要来自联邦及邮政员工工会、雇员组织等。ETAC 是广大 TSP 参加人的代表组织，向 FRTIB 提供有关 TSP 计划投资政策和管理建议。从信中可以看出，在收到参议员的质疑后，FRTIB 在 10 月 29 日与 ETAC 进行了面对面的商谈，ETAC 也给出了其意见：TSP 参加人应该拥有所有美国人都拥有的选择机会，TSP 参加人的退休投资能力不应该被妨碍。**ETAC 的意见被作为重要论据，表明工会组织和员工代表在养老金管理中起到不可忽视的作用。**

3. 投资菜单（core lineup）设置及组合构建

投资菜单的设置是 DC 型养老金计划的一大核心。因为 DC 型养老金计划为自选投资，那么由雇主选择的自选基金池就至关重要。TSP 的核心基金有 5 个，分别为：G 基金（政府证券投资基金）、F 基金（固收指数投资基金）、C 基金（普通股票指数投资基金）、S 基金（小盘股票指数投资基金）、I 基金（国际股票指数投资基金）。

表 2: TSP 核心基金

	配置方向	业绩基准
G基金	美国政府债券	-
F基金	固定收益	巴克莱资本美国综合债券指数
C基金	中大型公司股票	标准普尔500
S基金	小型公司股票	道琼斯美国全股票市场指数
I基金	国际市场股票	MSCI EAFE Index

数据来源：万家基金整理

根据这 5 个底层核心基金，又合成了 5 个目标日期基金，又叫做 L 基金，分别为：2020 基金、2030 基金、2040 基金、2050 基金和 Income 基金，其中 Income 基金主要供将要退休或者已退休人士选择。

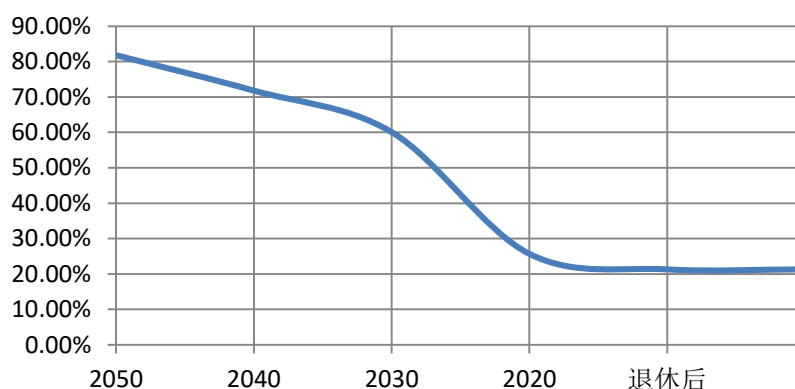
表 3: TSP 的 L 基金配置情况

	G基金	F基金	C基金	S基金	I基金
Income基金	72.80%	5.91%	11.10%	2.76%	7.44%
2020基金	68.30%	6.06%	13.30%	3.39%	8.98%
2030基金	32.90%	6.98%	30.50%	8.58%	21.00%
2040基金	20.60%	7.63%	35.90%	10.80%	25.10%
2050基金	10.50%	7.73%	40.10%	13.10%	28.60%

数据来源：www.tspstrategies.com，万家基金整理，截至 2019 年 9 月 20 日

从资产配置策略来看其中 2030-2050 三只基金的权益总仓位分别在 60%、70%、80%左右。对于近期将要到期的 2020 基金和 Income 基金，权益仓位在 20%左右。根据现有仓位模拟出的下滑曲线，可以看到早期曲线较为平滑，在退休前十年间，权益仓位迅速下降，到退休时，TSP 采用了“through”的模式，提供了退休后的配置方案。

图1：TSP L基金下滑曲线（模拟）



数据来源：www.tspstrategies.com，万家基金

可以看到，TSP 的基金选择逻辑非常简捷清晰。对于计划参加人来说，既可以自己选择单个或多个核心基金，也能选择目标日期基金。**底层 5 个核心基金分别覆盖五大类资产，且完全互斥，没有重复。**有投资经验并愿意自选的参加人可以很容易根据这 5 个核心基金进行分散的资产配置。对于没有时间、经验或兴趣做投资的计划参加人，可以根据自己预期的领取养老金的时间选择具体的 L 基金，其中 Income 基金是针对开始或即将开始领取养老金的人群而设立的。

从资产类别来看，**还是传统的股债配置**，暂时没有专门设置近年来流行的另类投资组合。地理特征上看，海外配置在 2030-2050 基金中超过 20%，但只覆盖发达地区的股票，暂时没有涉足新兴市场和海外的固收市场。**这都反映了美国联邦政府养老金比较保守谨慎的资产管理理念。**

4. 基准指数选的考量因素

基准指数选择是本次事件的一个核心。这也是机构投资者在做资产配置时的核心工作之一。TSP 是 DC 型养老金计划，底层基金采取被动投资策略，基准选择的重要性就更为直观了。

TSP 选择将具体分析工作外包给投资顾问，根据 TSP 的陈述，可以看到将原来的 MSCI EAFE Index 变为 MSCI ACWI ex USA IMI 指数时考量的几个重要因素。

- **指数构建逻辑及覆盖的机会**

新的指数覆盖了更广大的市场，相比原来的指数多出了加拿大、国际小盘股及新兴市场。其中，加拿大是世界第四大权益市场，占美国外权益市场的 6.6%；国际小盘股占据了国外可投权益市场的 14.3%；新兴市场占据了美国外可投权益市场的 23.5%。

- **新增市场的风险收益预期**

在绝大多数有数据可比较的时期里，MSCI ACWI ex USA IMI 指数的夏普比率（Sharpe Ratio）比 MSCI EAFE Index 更高。这主要归因于前者覆盖的新兴市场和国际小盘股市场的增长率在过去 15 年里超过了发达市场。统计表明新的指数拥有更优的风险收益特征。

新兴市场占据了全球非美国权益资产的近四分之一，是全球 GDP 增长中的重要部分，其在全球权益市场所占的市值还将继续增长。在过去 20 年里，新兴经济体的增速要比发达国家高得多。所以，流入非美国权益市场的资金量增长十分迅速。不断的增量资金，也是顾问建议配置新兴市场的指数的原因。

投资顾问研究显示，新兴市场在资本市场预期中，表现不断改善。

表 4：投资顾问的资本市场预期

Q3 2017	预期收益	预期风险	夏普比率
发达市场	7.3%	20.0%	0.23
新兴市场	7.7%	30.0%	0.17
国际权益总市场	7.7%	21.6%	0.24
Q3 2019	预期收益	预期风险	夏普比率
发达市场	7.5%	20.0%	0.26
新兴市场	8.1%	27.5%	0.21
国际权益总市场	7.9%	20.6%	0.27
2017到2019变化	预期收益	预期风险	夏普比率
发达市场	+0.2%	-	+0.3
新兴市场	+0.4%	(2.5%)	+0.4
国际权益总市场	+0.2%	(1.0%)	+0.3

数据来源：Aon Hewitt Investment Consulting Capital Market Assumptions as of June 30, 2019

- **指数在行业内的接受程度（market practice）**

MSCI 指数仍然是美国机构投资者投资海外权益市场的最普遍参考的指数。投资顾问 Aon 收集了三类机构养老金计划的基准指数情况，分别是：美国前十大上市公司 DC 养老金、美国联邦政府前十大合作公司的 DC 计划、美国前 20 大公共行业 DB 计划。

研究显示，所有这些 DC 型养老金机构，以及六家最大的 TDF 供应商全部都提供了投资新兴市场的途径。而大部分公共行业 DB 计划在做战略资产配置时都选取了非美国权益基准，他们的 457(b)计划也是同样的情况。特别值得注意的是，TSP 本次选择的 MSCI ACWI ex USA IMI 是调研的所有养老金机构采用频率最高的非美国权益资产基准。

表 5: 美国前 10 大上市公司的 DC 计划

公司	TDF的非美国权益资产基准	核心基金系列中的非美国权益资产基准
Microsoft Corp	MSCI ACWI ex USA IMI Index (BlackRock's TDF)	MSCI ACWI ex USA Index
Apple Inc.	MSCI ACWI ex USA IMI Index (BlackRock's TDF)	FTSE Global All Cap ex US Index
Amazon.com Inc.	FTSE Global All Cap ex US Index (Vanguard's TDF)	FTSE Global All Cap ex US Index
Facebook Inc.	FTSE Global All Cap ex US Index (Vanguard's TDF)	FTSE Global All Cap ex US Index MSCI Emerging Market Index
Berkshire Hathaway	FTSE Global All Cap ex US Index (Vanguard's TDF)	FTSE Global All Cap ex US Index
Alphabet Inc.	FTSE Global All Cap ex US Index (Vanguard's TDF)	FTSE Global All Cap ex US Index MSCI Emerging Market Index
JP Morgan Chase & Co	MSCI EAFE Index MSCI Emerging Market Index (JP Morgan TDF)	MSCI EAFE Index MSCI Emerging Market Index
Johnson & Johnson	MSCI ACWI ex USA IMI Index (Custom TDF)	MSCI ACWI ex USA IMI Index
Visa Inc.	FTSE Global All Cap ex US Index (Vanguard's TDF)	FTSE Global All Cap ex US Index
Exxon Mobil Corp	MSCI ACWI ex USA Index	MSCI ACWI ex USA Index

数据来源: Dow Jones Total Stock Market Index Holdings as of July 31, 2019 and Public Form 5500 Filings

表 6: 美国联邦政府前 10 大合作公司的 DC 计划 (2018 财年)

公司	TDF的非美国权益资产基准	核心基金系列中的非美国权益资产基准
Lockheed Martin	N/A	MSCI EAFE Index MSCI Emerging Market Index MSCI ACWI Index
The Boeing Company	MSCI ACWI ex USA IMI Index (Custom TDF)	MSCI ACWI ex USA IMI Index
General Dynamics	FTSE Global All Cap ex US Index (Vanguard's TDF)	FTSE Global All Cap ex US Index
Raytheon	N/A	MSCI ACWI ex USA Index
Northrop Grumman	FTSE Global All Cap ex US Index (Vanguard's TDF)	MSCI EAFE Index MSCI Emerging Market Index
McKesson	FTSE Global All Cap ex US Index (Vanguard's TDF)	MSCI EAFE Index MSCI Emerging Market Index
United Technologies	MSCI ACWI ex USA Index (AB TDF)	MSCI EAFE Index MSCI Emerging Market Index
Leidos Holdings	FTSE Global All Cap ex US Index (Vanguard's TDF)	FTSE Global All Cap ex US Index MSCI Emerging Market Index
Huntington Ingalls	MSCI ACWI ex USA Index (BlackRock TDF)	MSCI ACWI ex USA Index
BAE Systems	FTSE Global All Cap ex US Index (Vanguard's TDF)	FTSE Global All Cap ex US Index MSCI Emerging Market Index

数据来源: Bloomberg and Publicly Filed Form 5500

表 7：美国前 20 大公共 DB 计划（数据截止 2018 年 12 月 31 日）

公共养老金	DB计划中的非美国权益资产基准	457(b)计划中的非美国权益资产基准
California Public Employees Retirement System	MSCI ACWI IMI Index (Net)	MSCI ACWI ex USA IMI Index
California State Teachers' Retirement System	MSCI ACWI ex USA IMI Index	MSCI EAFE Index MSCI Emerging Market Index
New York State Common Retirement Fund	MSCI ACWI ex USA IMI Index	MSCI EAFE Index MSCI Emerging Market Index
New York City Retirement System	MSCI ACWI ex USA IMI Index	MSCI ACWI ex USA IMI Index
State Board of Administration of Florida	MSCI ACWI ex USA IMI Index	MSCI ACWI ex USA IMI Index
Teacher Retirement System of Texas	MSCI EAFE Index MSCI Emerging Market Index	MSCI EAFE Index
New York State Teachers' Retirement System	MSCI ACWI ex USA IMI Index	MSCI ACWI Index MSCI Emerging Market IMI Index
State of Wisconsin Investment Board	MSCI ACWI ex USA Index	MSCI ACWI ex USA Index
Washington State Investment Board	MSCI ACWI ex USA Index	MSCI ACWI Index MSCI Emerging Market IMI Index
North Carolina Retirement System	MSCI ACWI ex USA IMI Index	MSCI ACWI ex USA Index
Ohio Public Employees Retirement System	MSCI ACWI ex USA Index	MSCI ACWI ex USA Index
New Jersey Division of Investments	MSCI EAFE Index MSCI Emerging Market Index	MSCI ACWI ex USA IMI Index
Virginia Retirement System	MSCI ACWI IMI Index	MSCI ACWI ex USA IMI Index
State of Michigan Retirement Systems	MSCI ACWI ex USA IMI Index	MSCI ACWI ex USA IMI Index
Oregon Public Employees Retirement Fund	MSCI ACWI ex USA IMI Index	MSCI ACWI ex USA IMI Index
State Teachers Retirement System of Ohio	MSCI ACWI ex USA IMI Index	MSCI ACWI ex USA IMI Index
Minnesota State Board of Investment	MSCI ACWI ex USA IMI Index	FTSE Global All Cap ex US Index
Teachers Retirement System of Georgia	MSCI EAFE Index MSCI Emerging Market Index	MSCI ACWI ex USA Index
Massachusetts Pension Reserves Investment Management Board	MSCI EAFE Index MSCI Emerging Market Index	MSCI EAFE Index
Tennessee Consolidated Retirement System	MSCI EAFE Index MSCI Emerging Market Index	FTSE Global All Cap ex US Index

数据来源: Pensions & Investments and Publicly Available Investment Policy Statements

- **流动性**

投资选择变更、养老金待遇支付带来显著的流动性需求，对于大型养老金计划来说，跟踪指数的流动性十分重要。投资顾问研究表明：1）将新兴市场和国际小盘股纳入 I 基金不会削弱 TSP 每日的流动性；2）I 基金的流动性主要靠其现金缓冲（cash buffer）和一些流动性工具提供。3）量化的现金流评估表明新兴市场的现金流活动在合理水平，交易不会反向影响证券价格。

- **基准变更成本**

投资顾问研究表明改变 I 基金基准指数所产生的转移成本是合理的。

5. TDF 在美国 DC 型养老金计划中的运用

从回信中可以看到，目标日期基金在美国大型 DC 养老金计划中的普及率非常高。可以说 TDF 已经成为美国 DC 计划中最常采用的投资选择。2018 年底，根据富达和领航这两家最大的 DC 计划账户管理人的报告，52% 的计划参加人选择 TDF 作为他们的唯一投资工具。领航的报告显示，截至 2019 年中，6 家规模最大的 TDF 供应商（领航、富达、普信、贝莱德、JP Morgan、美洲基金）管理 TDF 资产达 1.9 万亿美元，占有 86% 的市场份额。这六家公司的 TDF 都有新兴市场配置，其中都包括中国市场。

6. 总结

总结起来，TSP 所阐述的核心论点主要有以下几点。

- **新的基准指数是行业标配。** MSCI ACWI ex USA IMI Index 是美国养老金做海外权益配置时普遍采用的基准指数，无论 DC 还是 DB 型养老金。
- **没有刻意解释配置中国的问题，而是强调配置新兴市场是大势所趋。** 新兴市场是一个风险收益预期不断改善的市场，值得配置，也是美国养老金资产配置时的共同选择。
- **技术层面不存在问题。** 流动性、变更成本等因素都被审慎地评估。
- **TSP 资产不是政府资产，不应因政治问题而被区别对待，妨碍养老金计划参加人享有公平的投资机会。** 文末专门提到，如果要禁止投资某一地区或国家，应该由财政部的外国资产控制办公室（OFAC）根据美国的外交政策和国家安全目标做出决策。OFAC 对一国乃至多国、一个公司乃至多个公司的全面禁止投资，会使相关指数移除相关国家或者公司，TSP 才会将这些国家和公司从投资选项中移除，同时，任何其他美国投资者也将被禁止投资于这些国家和公司。这样才能保证所有为养老而储蓄投资的美国人有一个公平的投资环境。

我们从 FRTIB 主席的回信中也能看到美国养老金管理中的一些重要特征，其中一些对国内养老金资产管理也具有一定启示。

- **重视计划治理。**从宏观法律层面到微观的养老金计划治理，都有完备的依据与成熟的组织架构。这使得相关管理机构权责分明、使命明确。
- **聘请外部顾问是普遍操作。**外部顾问首先解决了决策层投资专业性上的欠缺；其次，外部顾问更了解市场操作，拥有全面的市场数据，可以帮助养老金作为机构投资人在作决策时更为有理有据；更重要的是，外部顾问作为独立的第三方，具有客观公正的立场。

目前国内，真正意义上的养老金投资顾问较少，仅有一些外资投资顾问公司提供服务，而选择该类服务的也多为在华外资企业。国内养老金的受托人在事实上提供了一部分投顾服务，但更多时候相关服务是缺失的。

- **DC 型养老金计划的核心之一是个人选择权。**DC 型养老金计划投资就是围绕着建立投资菜单（core lineup）和帮助计划成员适当投资两大核心进行。TSP 提供的投资选择的特点就是简洁易懂，仅有五个基金，且各自配置方向明确，满足分散投资需求。在帮助计划成员适当投资的问题，TSP 提供了目标日期基金作为解决方案。

目前国内提供个人选择权的企业/职业年金计划很少，但这是帮助养老金计划成员实现资产配置与个人风险特征长期匹配的关键途径，个人选择权应当成为国内第二支柱养老金改革的重要目标之一。

- **目标日期基金广泛应用。**作为公共部门 DC 型养老金计划的 TSP 以及全美各大公司的 DC 型养老金计划都提供了目标日期基金，并且有大量计划成员选择目标日期基金。这体现了目标日期基金在美国的市场基础，即庞大的雇主养老金计划参加人。这样的投资习惯也扩张到了 IRA 等个人养老金投资。

国内也于 2018 年推出了目标日期基金产品，目前尚未实际应用于任何合格的养老金计划，但相关各方正在积极谋求将其纳入第三支柱养老金投资范围。监管与行业各界应该努力探索目标日期产品在第二、第三支柱养老金投资中的应用。

- **被动投资工具的广泛应用。**TSP 作为一个规模超过 6000 亿美金的大型

DC 型养老金计划，底层的五只基金除了购买国债的 G 基金外，均采用被动投资跟踪基准指数。

国际市场上，被动投资规模长期增长趋势早已形成，这与广大机构投资者的投资偏好密不可分。在国内，随着银行、保险、养老金等机构投资者的不断成长，金融市场的有效性势必不断提升，被动投资的规模与市场份额将持续上升。

- **海外配置成为主流，新兴市场渐成热点。**无论 DB、DC 养老金，海外配置早已经不是新鲜事。但毕竟海外市场众多，投资人也需要时间和精力去逐步了解。TSP 作为美国国内相对保守的养老金也在寻求新兴市场配置，说明新兴市场已经成功进入美国成熟投资人的视野。长远来看，资金还将持续流入新兴市场。中国作为新兴市场最重要的经济体之一，必将在长期中受益。

注：本文获得中国劳动保障报与博时基金管理有限公司联合举办的第九届“养老金管理大家谈”三等奖，并发表于《中国劳动保障报》第 6519 期