

# 赎回压力拖累美国海外基金收益



2008年的美国市场上,股票型基金受所持股票价格的跳水拖累明显,就连一些过往持有不错业绩记录的基金经理如比尔·米勒也受所持有的金融类股票拖累严重。这其中的原因可归咎于次贷危机延至经济危机过程中,造成投资者对企业未来盈利能力前景的担忧,并引发对股票的抛售。此外,投资者的大量赎回也是原因之一。美国本土的股票型基金和主要投资于美国国外股票型基金均存在类似压力,但相比之下,美国的海外基金似乎所遭受的资金外流压力更加明显。

◎晨星(中国) 钟恒

## 巨额赎回对基金收益的影响

根据晨星统计,投资美国以外的海外基金从2007年11月至2008年11月大概有25%的资产缩水来自投资者的赎回;而美国本土的股票型基金大概有10%的资产缩水来源于赎回。相反,应税债券基金和市政债券基金同期出现资金净流入,在股市低迷的环境下投资者偏向债券投资者并不意外。对比海外市场和美国本土股市表现,对海外基金表现较美国本土股票基金表现逊色而导致基金赎回量较大也可以令人理解。

我们回顾了部分去年遭受赎回压力较严重的海外股票类基金。美国晨星数据显示,这部分基金除了由于所持股票的价格变化影响业绩下滑外,9%—28%资产是由于赎回造成。但有趣的是这些基金并不是在各自类别中表现较差的一群,多数处于组别中的中游水平和甚至更好。例如,Oppenheimer新兴市场基金在2008年的相对表现虽然出现不少的损失,但是相对其同类来说损失已比同类中其他85%的基金少。但是根据美国晨星的估算,投资者的赎回却对基金的净值损害高达27%,在2008年进一步拖累净值下跌至接近50%。而另一方面,属于美国海外大盘价值类别的邓普顿海外基金和世界股票类别的第三街价值基金在各自类别的相对业绩并不理想,均落后于大部分各自的同类基金,但投资者对基金的赎回比例并没有 Oppenheimer 发展中市场基金大。

无论资金流出多少对基金业绩、管理、风险等来说并没有太多的正面贡献。某种程度上也会明显影

响着仍持有基金投资者的利益。如果赎回量足够大,基金经理则会面临现金不足的问题,由此他们必须出售手中的股票来套现来应付赎回。从以上基金所属类别的平均历史现金比例看,他们的现金比例通常在10%以内,更多时间少于5%,如果基金面临超过或接近现金比例的赎回必然迫使基金出售手中持有股票。虽然从2008年的现金比例趋势看均出现明显的提高,但这似乎并不足以应付2008年如此大的赎回量。例如马蒂·惠特曼管理的第三街价值基金虽然长期表现并不逊色(过去10年的相对表现大部分时间均较优于大部分的同类)。虽然惠特曼采用买入持有的策略,有长期换手率偏低的记录,但基金最近数月赎回量剧增也使其被迫出售手中的股票来应付投资者的赎回,同时不得不保持较高的现金比例来满足不断出现的赎回申请。

## 较高的现金比例影响持有人利益

较高的现金比例除减轻赎回压力外,也缓解了由于出售压力而引起的交易成本对基金持有人的损害。因为大量抛售股票提高现金比例会进一步打击基金的表现,从而影响持有人利益。主要体现在:其一,由于股价被抛售而下跌产生的交易成本,尤其是基金持有较多存在流动性问题的股票时交易价格成本会更高。例如持有较多小盘股票,新兴市场的股票;即使持有的股票在市场上的流动性较大,但由于基金持有比例较大也同样会出现“流动性陷阱”的现象。与此同时,由于赎回增加基金出售股票频率提高了交易费用,进一步推低基金的最终回报率。

其二,在出售股票时基金需要缴纳资本利得税,尤其是那些基金长期持有的股票,资本利得税是在出售持有股票时支付,由于这类股票极可能已经积累了一定的收益,如果由于赎回量大迫使基金出售此类股票,基金需缴纳的资本利得税将会随之增加,对基金净值产生一定影响。另外,前面提及的基金中,部分在2008年末进行了大比例的分红,例如邓普顿海外基金和 Oppenheimer 新兴市场基金。分红便是兑现过去获利的表现,但同时也增加了税收的负担。在此情况下,基金持有人除了承受股票价格下跌带来的痛楚,也承受着税收减少收益的压力。一些基金经理为减低税收的负面影响有目的地挑选出售占净值比例的股票或者收益较少甚至亏损的股票。这样便在增加现金的同时也避免承受更多的税收压力。

另外,大量赎回会严重影响基金在既定的策略执行中出现困难。甚至很可能令基金经理的集中心力发生由原来既定的策略中转移至为应付赎回而不断出售股票或者维持较高的现金比例的变化。无论这种转移是暂时的还是长期均对基金持有人的利益造成损害,也是我们不希望看到的。

## 投资者需注意的地方

面对大量赎回可能引致损失,投资者可以从现金管理能力和潜在流动性问题方面考察赎回对自己投资收益的影响。我们能清楚看到2008年对于金融市场是不寻常的一年,很多海外或者美国本土的基金均遭受不同程度赎回的影响,把现金提高至历史较高的水平似乎成为众多股票型基金的做法。但高比例现金维持时间的长短也会成为基金的又一问题,投资者需意识到市场出现拐点时高比例现金对基金的表现没有太多的正面影响。这似乎是鱼与熊掌不能兼得,但最终还是要看基金经理在两者之间寻找平衡的能力。

此外,投资者还需要更多地注意那些历史上曾经或长时间出现大量赎回情况的基金,了解背后的原因。长期资金的流动量过大很大程度上影响基金经理运用和坚持投资策略的效果,进而损害持有人利益。对这类基金,我们可以考虑是否在同类基金中寻找资金流动更稳定的基金。

## 美国市场上的目标退休基金

◎国联安基金 王峰

目标日期退休基金(Target Date Retirement Mutual Fund)是由美国富达投资集团和美国富国银行在上世纪90年代中期率先推出的基金产品。目标日期退休基金推出之后,在美国日益流行。美国劳工部在《2006年养老基金保护条例》中,将其指定为美国企业主要的养老基金固定供款计划——401(k)计划的合格的替代型投资品种(Qualified Default Investment Alternatives),此举更是促进了目标日期退休基金的发展。

目前,美国市场上共有300只左右此类基金。根据美国ICI的统计数据,截至2008年第一季度,投资于目标日期退休基金的总资产大于1850亿美元。同时,在2008年的上半年投资于共同基金的资金中,更是有超过1/4的资金投资于目标日期退休基金。然而,由于许多目标退休基金较大比例地投资于股票,在2008年最终遭受严重的损失。例如,提供给计划在2010年退休的投资者的目标日期退休基金中,三只规模最大的基金——富达自由2010基金、T. Rowe Price 2010退休基金,以及先锋2010目标退休基金,在2008年净值都遭到较大损失。其中,T. Rowe Price 2010退休基金的股票投资比例平均为57%,年度净值跌掉了29%;先锋2010目标退休基金的股票投资比例平均为54%,下降了23%;富达自由2010基金的股票投资比例为47%,也下滑28%。这对于那些计划即将退休的投资者来说,无疑是较大的负面冲击。

## 典型的生命周期概念产品

目标日期退休型基金是一种典型的生命周期概念产品,与一般的共同基金不同,目标日期退休基金会根据投资者何时退休来定期调整资产配置策略,即股票与债券的投资比例,这种比例调整往往会限制在一定区间内。而一般的共同基金,有些不会如此定期调整其投资于股票和债券的比例,有些则会根据市场情况大幅度调整投资比例,不像退休基金那样受到事先约束。具体而言,如果距离计划退休年份的时间比较长,目标日期退休基金会采取相对积极的投资策略,投资于股票的资金将大于投资于债券的资金;如果距离计划退休年份的时间相对较短,目标日期退休基金会采取相对保守的投资策略。但是,金融研究公司FRC的数据显示,2008年9月底,目标日期为2010年的退休基金平均投资于股票的资产比例为48%。那么,这些已经临近其目标日期的退休基金,为何会有如此高的股票投资比例呢?

## 为何要延长“调降路径”时间

首先,目标日期退休基金的“调降路径”(Glide Path)所使用的投资年限与其目标退休日期是不同的,“调降路径”专门用来计算目标日期退休基金资产配置的具体比例。由于目标日期退休基金为投资者所制定的投资计划的终点日期只是假定

的退休日期,并不是基金的终止日期(尽管某些退休基金会转型或者合并),也不是投资者寿命结束日期。例如,2010目标日期退休基金实际上并不是到了2010年就彻底终止。所以,即使到了目标日期,退休基金还是保留了一定的股票配置比例。目标日期退休基金之所以将“调降路径”所使用的投资年限延长至目标日期之后,是意在为基金投资者制定一生的投资计划,而不仅仅局限于其退休前,即该基金致力于在目标日期后仍能为投资者提供足够的生活收入。出于这一点考虑,加上当前出现了更多长寿的投资者,一些目标日期退休基金近年来更是进一步延长了“调降路径”的时间长度,以帮助投资者规避长寿风险(Longevity Risk)。例如早在2006年,美国富达投资集团就将其旗下目标日期基金的“调降路径”延长了5年。“调降路径”延长后,该基金距离投资计划终止日期的年限更长,所以在同时期的股票仓位就更高。

## 为何更多的资产投资于股票

其次,虽然一些目标日期退休基金具有相同的目标日期,但是其投资于股票、债券以及现金资产的比例可能由于投资理念的不同而大相径庭。虽然大多数目标日期退休基金的投资目标是保证在目标日期之后,仍然能够为投资者提供足够的生活收入,但也有一部分基金关注的是投资资本以及短期风险。只所以存在这种差异,其主要原因是目标日期退休基金所假设的其基金持有者的投资目标是不同的。一些目标日期退休基金认为其基金投资者会一直持有该退休基金,所以他们采用长期投资策略,并将更多的资产投资于股票;另一些目标日期退休基金则认为其基金投资者需要灵活运用基金资产,所以他们更重视资产的安全性和流动性。对于后者,这些基金更关注投资者在目标退休日期会持有多少基金资产,而非投资者是否会有足够的资金继续养老。因此,这些目标日期退休基金,在临近投资者目标日期时所持有的股票仓位就相对较低。比如,JP摩根的聪明退休2010基金2008年其平均股票仓位小于40%,全年约下跌了24%;Wells Fargo的领先2010基金股票仓位仅维持在30%左右,全年下跌了14%。上述目标日期退休基金的下跌幅度大大小于本文前述基金品种,即反映出不同退休基金实际内在管理理念的不同。

考虑到长寿的投资者的投资年限更长,他们需要规避更多的通货膨胀风险,目标日期退休基金提高了投资于股票的比例。通货膨胀使得投资者在退休后相对固定的投资收入无法与上涨的物价水平即生活成本保持一致。因此,为了规避通货膨胀风险,除了投资于通货膨胀保护债券之外,目标日期退休基金的管理人认为,如果退休基金投资者在其退休后仍能持有一定数量的股票,则有利于资产增值,为其提供足够的生活收入。基于长期通胀风险管理,退休基金管理人提高了股票仓位,却始料未及赶上了的金融风暴。