



PEKING UNIVERSITY

## FOF 基金时间序列分析

作者:

祁周

王喆

任庆杰

指导老师:

涂云东

2017 年 6 月 14 日

## 摘要

# 1 引言

基金中基金 (fund of funds, 简称 FOF) 是指投资于其他基金组合的基金. 在欧美市场, 基金中基金已经发展成为数量和规模均较大的一类成熟的理财产品. 在美国市场上, FOF 市场总资产在 1995 年初仅有 3891.54 百万美元, 到 2016 年底已发展为 1439637.04 百万美元, 年均增长率高达 30.84%.

2016 年 9 月, 中国证券监督管理委员会发布《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》, 标志着公募基金行业迎来创新品种 FOF, 并由此进入 FOF 发展的全新时代.

## 1.1 基金中基金的起源

基金中基金起源于上世纪 70 年代, 最初是以其他私募股权基金 (private equity fund) 为投资的标的. 这是因为私募股权基金往往设置有非常高的投资门槛, 单笔投资的资金规模巨大, 并且要求参与者为合格投资者, 这使得许多有意愿投资私募股权基金的个人投资者被拒之门外. 而 PE FOF 作为渠道, 解决了这个问题, 使得个人投资者可以通过投资 PE FOF, 即间接地投资一篮子私募股权基金, 来分享风险投资可能带来的高收益.

与中国市场不同, 美国法律对于没有明确规定禁止的事情, 默认为许可, 而在中国, 公民仅能做法律允许的事. 这使得美国资本市场的创新能力非常强大, 非常有利于全新产品的创立.

## 1.2 基金中基金的成熟契机

1987 年 10 月 19 日, 美国股票市场在经历了两年的牛市之后, 遭受到一次巨大的股灾, 这也是历史上继 1929 年经济危机后第二次全球经济危机. 道琼斯指数单日跌幅达 22%, 恒生指数暴跌 11%, 这促使投资者开始思考如何根据市场的不同情况配置不同种类的基金, 分散标的, 减小风险.

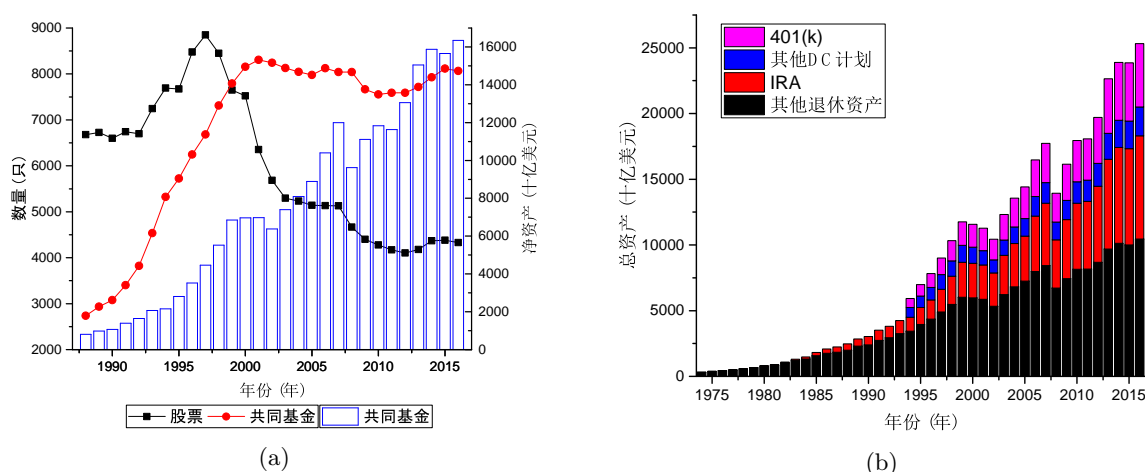


图 1: 美国 FOF 基金相关市场发展:(a)1988-2016 年美国股票、共同基金市场发展状况;(b)1974-2016 年美国退休养老资产发展状况

共同基金在这次惨重的股灾过后, 也不断开发出新的产品, 基金的类型迅速增多, 整个基金市场呈现爆发式增长, 如图 1a 所示, 基金数量甚至远超股票数量. 市场的复杂性、基金的多样性使得投资者对基金筛选及风险分散有了极大的需求, 从此, FOF 市场规模的扩大有了客观上的推动因素.

在同一时期, 美国也大规模推广 401(k) 计划, 这个计划的主要内容是创建了一个税收优惠账户, 对雇员和雇主共同缴纳的养老金进行投资过程中收取的股息税和资本利得税进行减免. 这为随后养老金进入资本市场打开了通道.

### 1.3 基金中基金与养老金的关系

如上文所述, 退休养老资产的扩大成为了美国基金中基金市场规模扩大的重要因素. 为了能够吸引养老金投资者, 基金公司推出了大量的针对养老金需求的基金中基金产品. 尽管 FOF 具有双重收费的劣势, 但它双重风险分散、多样化投资的优势吸引了大量养老金投资者的青睐.

退休养老基金主要投资于基金中基金产品, 而基金中基金市场的主要资金来源也是退休养老基金, 二者相互依存. 基金中基金解决了养老金投资的难点, 将两者紧密联系在一起.

### 1.4 美国 FOF 市场的总资产序列

根据彭博资讯提供的数据可以获取美国市场上所有 FOF 基金的规模及成立时间, 以此统计出全市场的数量和规模, 如图 2 所示, 时间区间为 1995 年 1 月至 2017 年 5 月, 具体数据如表 1 所示.

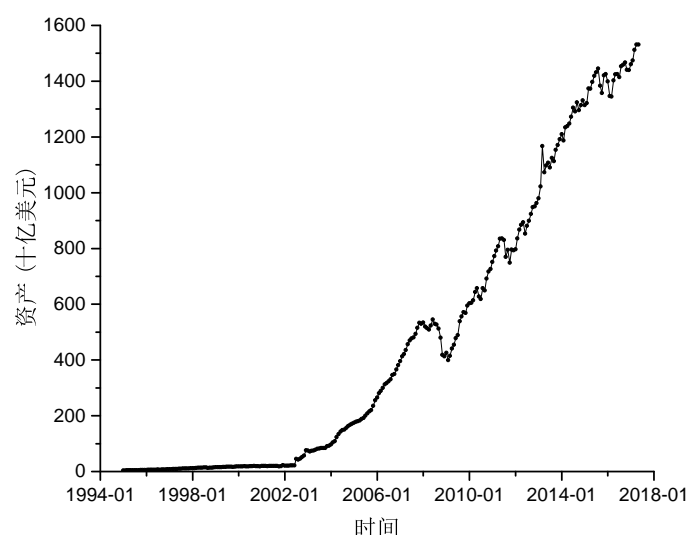


图 2: 1995 年以来美国基金中基金市场的数量及规模

如图 2 所示, 美国基金中基金市场的资产规模呈上升趋势, 显示出明显的时间趋势.

补充: 把之前 proposal 中的数据描述, 翻译成汉语, 稍作修改, 补充在这个地方, by 王喆

修改: 这部分引言是我自己写的, 请二位提一提意见, 然后我来修改, 修改意见请二位单独写一个文件, 或者像我一样加入红色的说明, 否则的话容易被覆盖掉, by 王喆 & RQJ

## 2 美国 FOF 市场总资产建模

### 2.1 对资产对数增长率建立 MA(5) 模型

首先利用 ADF 检验美国 FOF 总资产序列是否存在单位根, 在备择假设为平稳性的条件下, 对 FOF 基金的资产总量序列  $\{ast\}$  进行检验. 检验结果为  $P = 0.8158$ , 这说明 FOF 的资产总量数据并不是一个平稳的时间序列. 而对 FOF 资产总量取对数差分后, 即得到总资产的对数增长率序列  $\{GR\_ast\}$ , 如图3所示

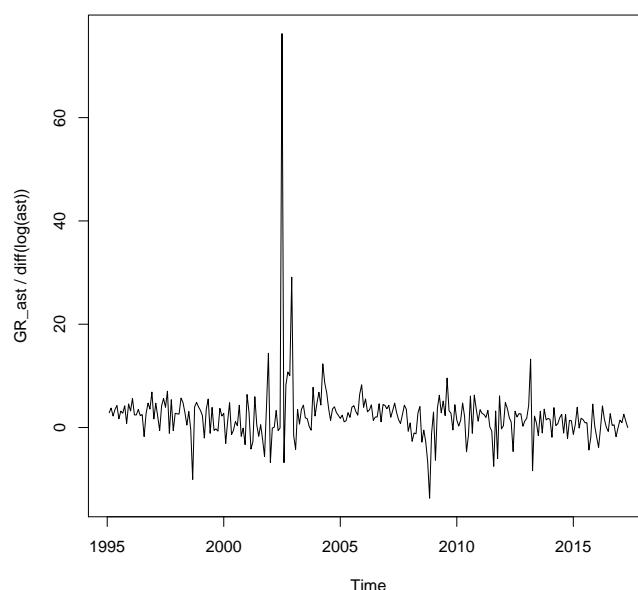


图 3: 美国 FOF 基金总资产的对数增长率序列

再次进行 ADF 检验, 检验结果  $P < 0.01$ , 拒绝了非平稳的原假设, 即其对数差分后是一个平稳序列. 具体的 R 语言结果如下所示:

```
Augmented Dickey-Fuller Test
data: ast
Dickey-Fuller = -1.4307, Lag order = 6, p-value = 0.8158
alternative hypothesis: stationary
```

```
Augmented Dickey-Fuller Test
data: GR_ast
Dickey-Fuller = -4.9254, Lag order = 6, p-value = 0.01
alternative hypothesis: stationary
```

对对数差分后的序列进行 ARMA 建模. 见图4, 此序列的 ACF 函数在 5 阶处截尾, PACF 函数在 5 阶处结尾, EACF 显示应为 MA(5). 经过反复尝试, 当使用 MA(5) 对序列进行刻画时, 可以得到较好的估计效果, 且 ma1, ma2 和 ma4 都不显著, 置 0. MA(5) 模型的极大似然估计结果如下:

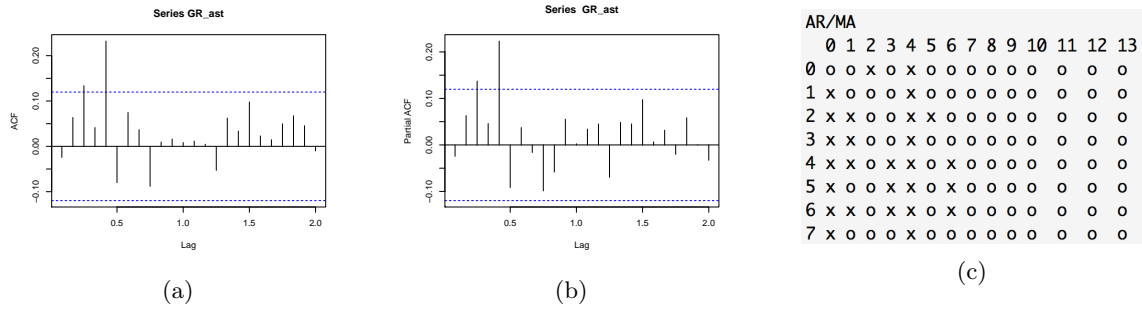


图 4: GR\_ast 序列的相关性: (a):ACF of GR\_ast; (b):PACF of GR\_ast; (c):EACF of GR\_ast

```
Call:
arima(x = GR_ast, order = c(0, 0, 5), fixed = c(0, 0, NA, 0, NA, NA))
Coefficients:
      ma1  ma2  ma3  ma4  ma5  intercept
      0    0 0.1352  0 0.2156  2.2333
s.e.    0    0 0.0616  0 0.0556  0.4705
sigma^2 estimated as 32.79:  log likelihood = -848.09,  aic = 1702.18
```

## 2.2 模型诊断与异常值处理

对上述模型的残差序列  $r$  进行 Ljung-Box 检验, 如下:

```
Box-Ljung test
data:  r
X-squared = 15.522, df = 22, p-value = 0.8389
```

$p - value = 0.8389$ , 满足白噪声要求, 说明  $r$  序列不存在一阶自相关. 继续对残差  $r$  序列进行 McLeod.Li 检验, 见图5c, 检验结果各阶的  $P$  值都接近 1, 说明不存在 ARCH 效应. 具体的结果如图5所示, 可以看到残差序列及残差平方序列的自相关性都很小, 可以认为无自相关性。

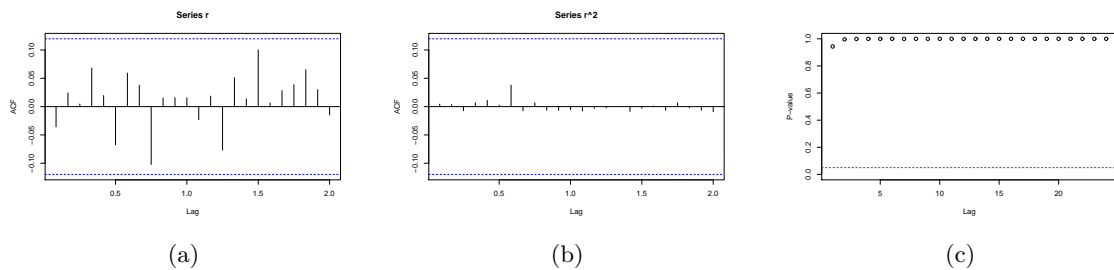


图 5: GR\_ast 序列的 MA(5) 模型的残差序列相关性: (a):ACF of  $r$ ; (b):ACF of  $r^2$ ; (c):McLeod.Li.test of  $r$

但进一步绘制出标准化的残差图, 见图6 发现在第 90 期有一个明显的异常值. 因为这个异常值的出现, 使得其他残差的尺度都会被缩小, 很可能使得在模型诊断时, 其他残差出现的

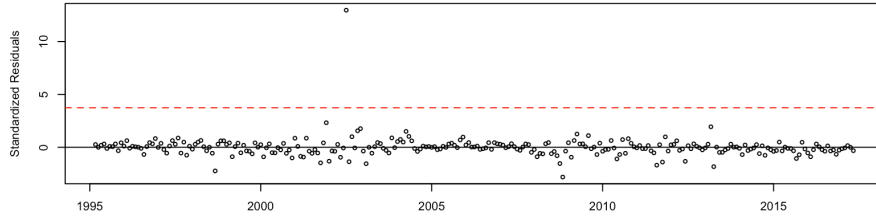


图 6: GR\_ast 序列的 MA(5) 模型的标准化残差

波动聚类现象被忽略. 我们利用 R 语言中的 detectIO() 与 detectAO()<sup>1</sup> 函数进行模型检测, 也得到第 90 期为异常值的结果, 且为 IO 异常值。为了削弱第 90 期的异常值对模型的影响, 令

$$GR\_ast[90] = \frac{1}{3} \cdot (GR\_ast[89] + GR\_ast[90] + GR\_ast[91]) \quad (1)$$

如图7分别为原序列与进行异常值处理后的序列, 从图7b可看出波动有聚类现象。

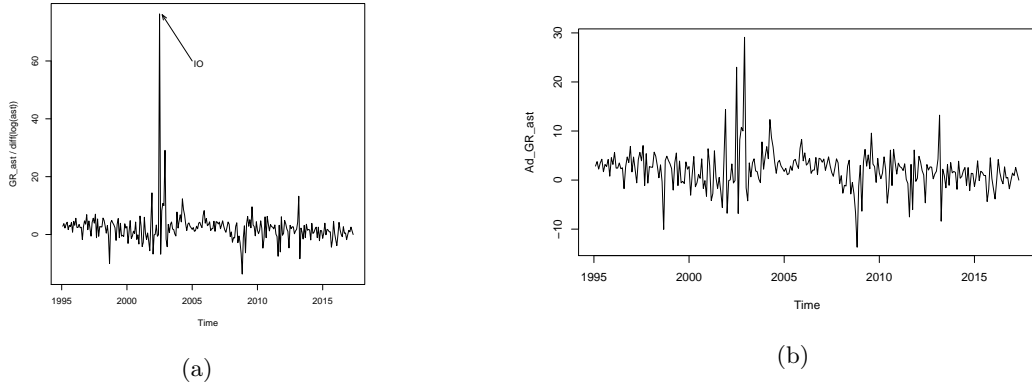


图 7: 进行异常值处理前后的 GR\_ast 序列: (a): 未处理的 GR\_ast 序列; (b): 进行异常值处理后的 GR\_ast 序列

## 2.3 对调整后的序列建立 ARMA(0,5)-GARCH(1,1) 模型

序列进行异常值调整后, 首先对其建立 ARMA 模型, 与前面建立 MA 模型的方法一样, 利用序列的 ACF、PACF 与 EACF 定阶, 然后依旧建立了一个 MA(5) 模型, 其参数的具体估计结果如下

```
Call:
arma(x = Ad_GR_ast, order = c(0, 0, 5), fixed = c(0, 0, NA, 0, NA, NA))
Coefficients:
      ma1  ma2      ma3  ma4      ma5 intercept
      0    0  0.1605    0  0.1671    2.0354
s.e.      0    0  0.0591    0  0.0546    0.3171
sigma^2 estimated as 15.4:  log likelihood = -746.78,  aic = 1499.56
```

对此模型的残差序列 r2 做 Ljung-Box 检验, 结果如下:

<sup>1</sup>其中 IO 和 AO 分别为新息异常值和可加异常值, 具体原理的利用了 Chang, Chen and Tia 在 1998 年提出的  $\lambda_{1,T}$  和  $\lambda_{2,T}$  统计量。

```
Box-Ljung test
data: r2
X-squared = 22.429, df = 22, p-value = 0.4345
```

对其残差做 McLeod.Li 检验，见图8，可见所有前 24 阶的 p 值都在 0.05 内，其原假设为残差平方序列无相关性，则拒绝原假设。即现在的残差存在 ARCH 效应，需进一步建立异

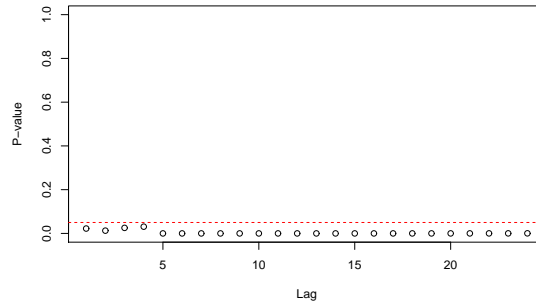


图 8: 调整后序列的 MA 模型残差的 McLeod.Li 检验

方差模型。利用 rugarch 包里的函数，建立 MA(5)-GARCH(1,1) 模型，残差分布为学生 t 分布。具体的参数估计结果如下 (其中 ma4 不显著，置 0)：

```
*-----*
*          GARCH Model Fit          *
*-----*
GARCH Model : sGARCH(1,1)
Mean Model : ARFIMA(0,0,5)
Distribution : std
-----
      Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
mu      2.198557   0.221154   9.9413 0.000000
ma1      0.077369   0.067282   1.1499 0.250177
ma2      0.074749   0.058956   1.2679 0.204838
ma3      0.079972   0.050914   1.5707 0.116245
ma4      0.000000      NA      NA      NA
ma5      0.119163   0.050347   2.3668 0.017941
omega    5.250380   3.087206   1.7007 0.089001
alpha1   0.619542   0.378827   1.6354 0.101960
beta1    0.379458   0.151319   2.5077 0.012153
shape    2.897172   0.762001   3.8021 0.000143
```

对模型进行诊断，见图9，可以直观看到其标准化残差不再具有一阶与二阶自相关性，这一点也可由 GARCH 模型结果中的”Ljung-Box Test on Standardized Residuals”, ”Ljung-Box Test on Standardized Squared Residuals” 和”ARCH LM Tests” 的统计结果看到，具体可以运行附录里 code 即可重现，这里不再赘述。这说明现在的 ARMA(0,5)-GARCH(1,1) 模型是充分的。进一步见图10, 可以看到对残差的 t 分布假设是合适的，其尾部比标准正态分布要厚，说明了 FOF 基金资产的对数增长率的波动，即风险，也存在尖峰厚尾的现象。

现在可以利用上述模型进行预测分析如图11所示，是序列值与序列波动方差的滚动预测，可以看到，对数增长率的预测相比与真实序列，较为平缓，但能有效反映出真实值的趋势，对



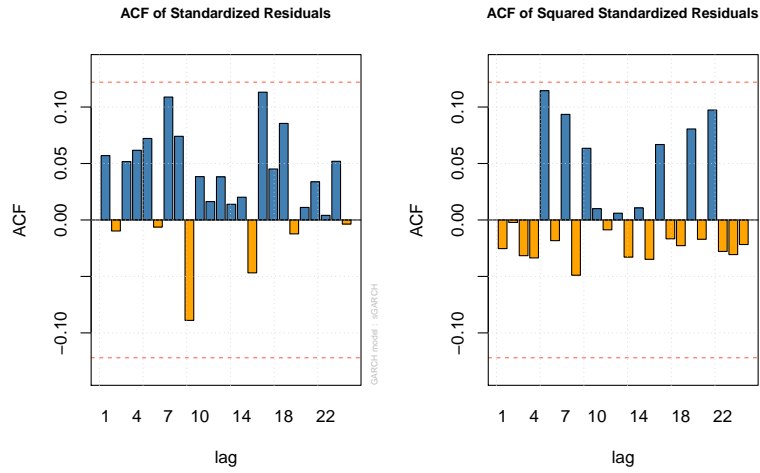


图 9: ARMA-GARCH 模型诊断: 左为标准化残差的 ACF, 右为标准化残差平方的 ACF

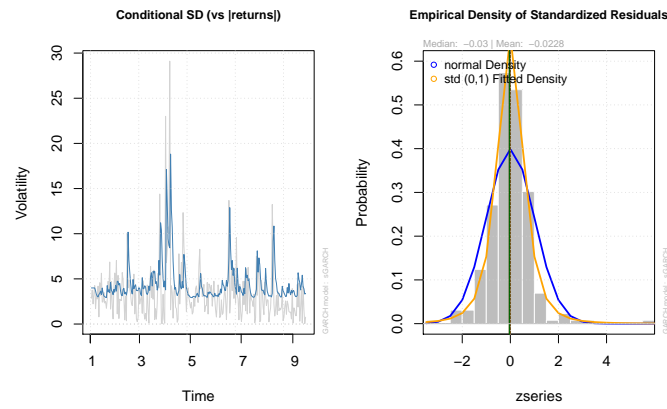


图 10: ARMA-GARCH 模型诊断: 左为模拟的残差波动与真实残差比较, 右为模拟残差的 std 分布与标准正态分布比较

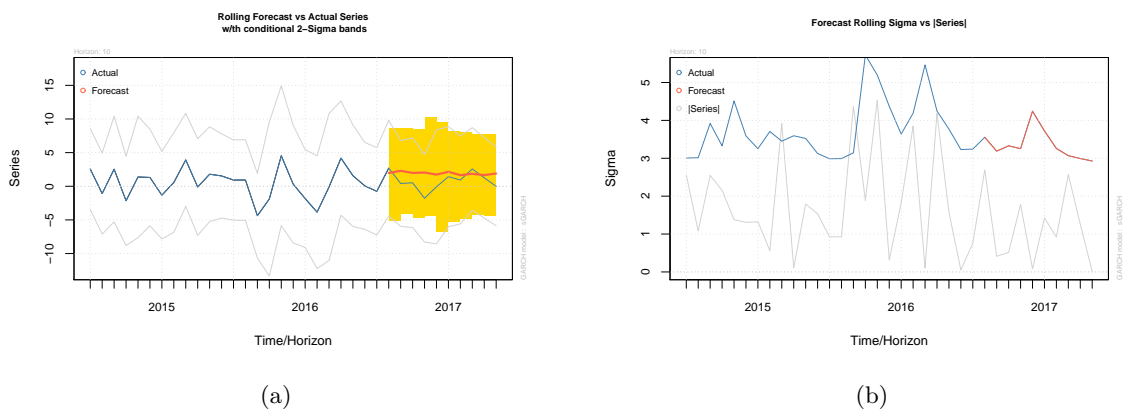


图 11: 利用 ARMA(0,5)-GARCH(1,1) 模型对调整后的 FOF 资产对数增长率及其波动方差进行滚动预测: (a):FOF 资产对数增长率预测; (b): 波动方差的滚动预测

预测未来值波动方向具有指导意义。对方差的预测, 与真实值也符合的较好, 能够反映出波动的大致方向。

### 3 与退休养老资产的协整关系

由于美国 FOF 基金的兴起，主要源于养老金市场的发展。美国雇员逐渐选择将养老金计划由 DB(Defined Benefit) Plan 转向 DC(Defined Contribute) Plan，增大了养老金投资着的投资需求。而 FOF 基金作为一种收益稳定、风险二次分散的基金，自然受到了这些被动投资者的青睐。下面，利用彭博数据库中 FOF 基金资产总量和养老金资产总量的季度数据，对 FOF 基金市场与养老金市场进行协整分析。在 2007–2016 十年中，二者的绝对数量和增长率变化趋势如图 12：

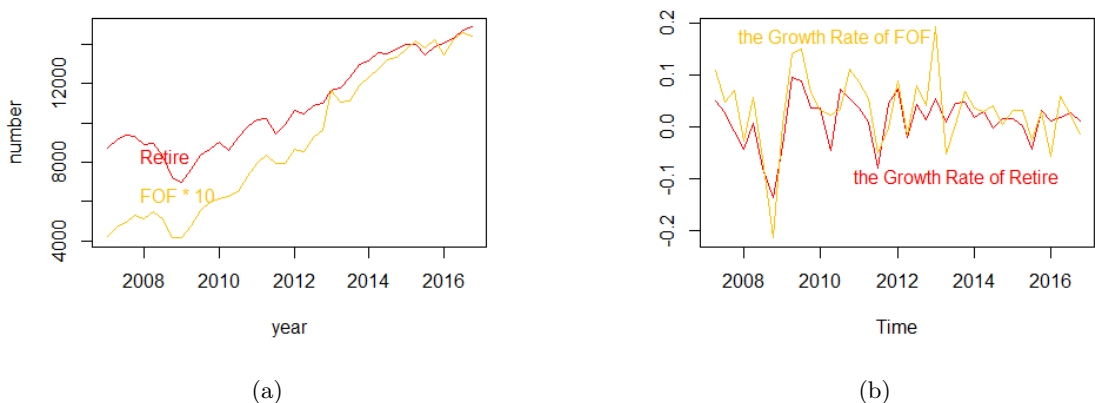


图 12: 2007-2016 年 FOF 基金和养老金发展情况季度数据:(a)1 资产数量;(b) 资产增长率

对  $FOF_t$  和  $Retire_t$  序列分别进行单位根检验。ADF 检验和 Phillips-Perron 的结果接受了原假设（单位根过程），并且 Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin 检验结果拒绝了原假设（平稳过程）。因此可以认为  $FOF_t$  和  $Retire_t$  是非平稳序列。继续对它们的差分序列  $\Delta FOF_t$  和  $\Delta Retire_t$  进行单位根检验，得到的结果表明它们是平稳序列。所以， $FOF_t$  和  $Retire_t$  分别是 2 个  $I(1)$  序列。下面对这两个序列进行协整估计。

*-----*			
* Unit Root Test *			
*-----*			
TEST Method	ADF	KPSS	PP
FOF	2.53	1.07	-1.06
diff(FOF)	-3.40	0.11	40.00
Retire	1.64	1.01	0.23
diff(Retire)	-2.31	0.18	1.55
10pct	-1.61	0.35	*
5pct	-1.95	0.46	0.26
1pct	-2.62	0.74	*

首先，使用最小二乘法估计如下方程：

$$FOF_t = \alpha + \beta \cdot Retire_t + \mu_t$$

得到  $\alpha$  和  $\beta$  的估计量  $\hat{\alpha}$  和  $\hat{\beta}$ 。估计结果如下表所示。

```

Call:
lm(formula = fof ~ retire)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-182.482  -26.622    1.348   38.330  145.811

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -7.552e+02  5.632e+01  -13.41 5.51e-16 ***
retire       1.524e-01  5.042e-03   30.22 < 2e-16 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 74.18 on 38 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.9601,    Adjusted R-squared:  0.959
F-statistic: 913.5 on 1 and 38 DF,  p-value: < 2.2e-16

```

对残差估计序列  $\hat{\mu}_t$  进行单位根检验,  $\hat{\mu}_t$  在 ADF 检验和 PP 检验中拒绝了存在单位根的原假设, 在 KPSS 检验中接受了序列平稳的原假设。因此可以认为  $FOF_t$  和  $Retire_t$  两个  $I(1)$  过程得到了平稳的  $I(0)$  过程。即两个序列之间存在着长期的均衡关系 (协整关系)。协整向量为  $(1 \ -0.15)$ 。

```

*-----*
*-----*
TESTs      ADF-Test      KPSS-Test      PP-Test
Statistics  -3.18 (<1pct)  0.27 (<10pct)  -10.04 (<Z-tau)

```

记  $y_t = FOF_t$ ,  $x_t = Retire_t$ , 建立误差修正模型。由于使用的是季度数据, 所以加入  $\Delta y_t$  的 1-4 阶滞后项。

$$\Delta y_t = \alpha_1 \cdot \Delta y_{t-1} + \alpha_2 \cdot \Delta y_{t-2} + \alpha_3 \cdot \Delta y_{t-3} + \alpha_4 \cdot \Delta y_{t-4} + \beta_0 \cdot \Delta x_t + \beta_1 \cdot \Delta x_{t-1} + \gamma \cdot (y_{t-1} - kx_{t-1}) + \epsilon_t$$

估计结果如下表所示:

```

*-----*
*-----*
Call:
dynlm(formula = y ~ L(y, 1) + L(y, 2) + L(y, 3) + L(y, 4) + L(x,
1) + L(x, 0) + L(r, 1), data = ecmdat1)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-87.387  -20.436    1.006   16.815  142.580

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) 22.13335   11.14436   1.986  0.0573 .
L(y, 1)     -0.46108    0.19994  -2.306  0.0290 *
L(y, 2)     -0.01601    0.12908  -0.124  0.9022
L(y, 3)     -0.03563    0.12999  -0.274  0.7861
L(y, 4)     -0.02875    0.13862  -0.207  0.8373
L(x, 1)      0.05842    0.02549   2.292  0.0300 *

```

```

L(x, 0)    0.09517    0.01852    5.138    2.1e-05 ***
L(r, 1)    -0.38373    0.16855    -2.277    0.0309 *
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 40.94 on 27 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.5683,    Adjusted R-squared:  0.4564
F-statistic: 5.078 on 7 and 27 DF,  p-value: 9e-04

```

协整方程的估计结果为

$$\Delta y_t = 22.13 - 0.46 \cdot \Delta y_{t-1} - 0.01 \cdot \Delta y_{t-2} - 0.04 \cdot \Delta y_{t-3} - 0.03 \cdot \Delta y_{t-4} + 0.10 \cdot \Delta x_t + 0.06 \cdot \Delta x_{t-1} - 0.38 \cdot (y_{t-1} - 0.15x_{t-1}) + \epsilon_t$$

$\Delta y$  的滞后项中，只有一期滞后项是显著的；误差修正项的系数为-0.38，在 10% 的程度显著，符合反向修正机制。协整向量为 (1 - 0.15)。ECM 模型说明 FOF 基金市场和养老金市场存在长期的稳定关系 13。从资产数量的角度上，养老金市场的发展推动了 FOF 基金市场的发展；长期均衡中，FOF 基金的资产总量维持在养老金市场资产总量的 15%。而上一期的均衡误差对当期以 38% 的比率进行修正。

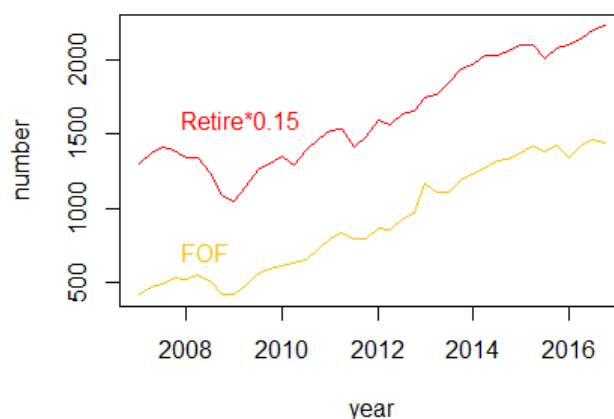


图 13: 长期均衡关系

美国养老金体系包括政府主办的退休金保险、雇主资助的私营养老金、个人储蓄多个层次。从 DB Plan（确定收益计划）到 DC Plan（确定退休金计划）的演变，使得雇员更多地考虑到投资工具的收益的稳定性。而共同基金，特别是 FOF 是养老金的理想投资工具。和其它投资工具相比，FOF 基金具有一些天然的投资优势：（1）低风险性，基金本身通过组合的方式，对股票和证券进行了资产分散；而 FOF 基金则通过投资不同类型基金，进行双重的风险分散，从而能够获得更加稳定的收益；（2）降低了多样化投资门槛，投资者不再需要繁复地挑选基金，可以通过只投资一个产品来获得相似的投资效果。

借鉴美国养老金与 FOF 市场的关联关系的实证经验，可以对中国市场得到启示。2016 年末，中国社保基金资产总额达到 20,423.28 亿元。而中国社会提前进入老龄化社会，使得养老保险制度面临更大的挑战。目前，中国资本市场还不成熟，特别是股票市场波动较大，存在着资产质量报告及信息不对称、庄家操纵股价等一系列的问题，而且缺乏有效的避险工具。在这

样的情况下，选择稳定收益的投资工具十分重要。此外，由美国市场的经验，养老金市场的发展也在推动了 FOF 基金的发展。养老金成熟的投资于 FOF 基金，也会促进 FOF 基金的发展，进而推动共同基金市场的发展。

## 4 结论

1. 在过去的 20 年中, FOF 资产总量的增长率满足  $ARMA(0,5)$ - $GARCH(1,1)$  模型.
2. FOF 基金市场和养老金市场之前存在协整关系. FOF 资产总量维持在养老金市场总量的 15% 水平, 可以实现长期稳定关系.

修改: 把结论第一点再说具体一些, 现在字数有点少, by 王喆

## A 数据

### A.1 美国基金中基金市场的规模

表 1: 1995 年 1 月至 2017 年 5 月美国基金中基金市场的规模

时间	资产 (百万美元)	时间	资产 (百万美元)	时间	资产 (百万美元)
1995/01	3891.54	1995/02	4004.15	1995/03	4157.77
1995/04	4251.60	1995/05	4402.44	1995/06	4593.91
1995/07	4672.64	1995/08	4823.46	1995/09	4958.94
1995/10	5171.76	1995/11	5213.18	1995/12	5457.18
1996/01	5633.96	1996/02	5960.12	1996/03	6106.85
1996/04	6257.97	1996/05	6480.18	1996/06	6632.46
1996/07	6800.38	1996/08	6682.34	1996/09	6865.76
1996/10	7197.85	1996/11	7459.89	1996/12	7989.89
1997/01	8123.58	1997/02	8514.52	1997/03	8699.14
1997/04	8649.68	1997/05	9020.01	1997/06	9543.86
1997/07	9925.52	1997/08	10648.88	1997/09	10530.58
1997/10	11112.78	1997/11	11044.41	1997/12	11352.39
1998/01	11655.81	1998/02	11963.02	1998/03	12664.41
1998/04	13294.74	1998/05	13683.06	1998/06	13746.65
1998/07	14179.25	1998/08	14128.49	1998/09	12777.88
1998/10	13300.41	1998/11	13964.41	1998/12	14532.98
1999/01	15022.44	1999/02	15376.77	1999/03	15066.40
1999/04	15608.80	1999/05	16495.46	1999/06	16311.59
1999/07	16957.58	1999/08	16863.42	1999/09	16819.18
1999/10	16701.55	1999/11	17332.58	1999/12	17721.58
2000/01	18214.94	2000/02	17662.49	2000/03	17873.37
2000/04	18751.00	2000/05	18496.00	2000/06	18396.02
2000/07	18612.33	2000/08	18678.35	2000/09	19502.83
2000/10	19172.91	2000/11	19151.47	2000/12	18528.61
2001/01	19749.24	2001/02	20338.12	2001/03	19507.07
2001/04	18978.33	2001/05	20144.45	2001/06	20245.34
2001/07	19905.22	2001/08	20014.13	2001/09	19558.66
2001/10	18492.07	2001/11	19243.60	2001/12	22221.82
2002/01	20769.81	2002/02	20746.55	2002/03	20755.45
2002/04	21449.55	2002/05	21321.43	2002/06	21301.30
2002/07	45669.03	2002/08	42665.45	2002/09	46329.04
2002/10	51587.31	2002/11	57018.59	2002/12	76280.67
2003/01	75090.64	2003/02	71979.21	2003/03	74544.03
2003/04	75032.41	2003/05	77723.33	2003/06	81166.19
2003/07	82694.96	2003/08	84115.64	2003/09	84286.23

接下页

表 1 – 接上页

时间	资产 (百万美元)	时间	资产 (百万美元)	时间	资产 (百万美元)
2003/10	83845.05	2003/11	90622.28	2003/12	92661.04
2004/01	97158.40	2004/02	104011.11	2004/03	108635.58
2004/04	122895.62	2004/05	133983.55	2004/06	143331.71
2004/07	148663.38	2004/08	150728.16	2004/09	156230.53
2004/10	162639.36	2004/11	167402.90	2004/12	171383.94
2005/01	174442.90	2005/02	178663.61	2005/03	180644.12
2005/04	183032.82	2005/05	188376.19	2005/06	192123.44
2005/07	199859.87	2005/08	208480.39	2005/09	215081.04
2005/10	220273.78	2005/11	234997.47	2005/12	255266.06
2006/01	265454.38	2006/02	280590.70	2006/03	289272.48
2006/04	299346.94	2006/05	312759.22	2006/06	317089.00
2006/07	323568.98	2006/08	330218.35	2006/09	345766.22
2006/10	349620.43	2006/11	365517.94	2006/12	381525.97
2007/01	395654.18	2007/02	413001.92	2007/03	421266.16
2007/04	435453.75	2007/05	456568.17	2007/06	469966.94
2007/07	477194.84	2007/08	480902.06	2007/09	493065.61
2007/10	514898.91	2007/11	533376.36	2007/12	529529.30
2008/01	534289.55	2008/02	520191.05	2008/03	514646.96
2008/04	508470.37	2008/05	523082.91	2008/06	544725.97
2008/07	529515.72	2008/08	526861.80	2008/09	512458.99
2008/10	479500.51	2008/11	418175.57	2008/12	413135.16
2009/01	425735.13	2009/02	399602.82	2009/03	414628.09
2009/04	441387.68	2009/05	454104.29	2009/06	478017.71
2009/07	489189.85	2009/08	538315.04	2009/09	556143.45
2009/10	571690.68	2009/11	569009.49	2009/12	594713.21
2010/01	603296.68	2010/02	604997.72	2010/03	613747.34
2010/04	643478.26	2010/05	657422.41	2010/06	627196.83
2010/07	618079.94	2010/08	656942.36	2010/09	649672.88
2010/10	691727.30	2010/11	717014.97	2010/12	725812.87
2011/01	751328.49	2011/02	772202.43	2011/03	791899.00
2011/04	807483.61	2011/05	834704.22	2011/06	835778.39
2011/07	830000.85	2011/08	769909.22	2011/09	794900.02
2011/10	748423.04	2011/11	795681.22	2011/12	793597.63
2012/01	796472.81	2012/02	836033.37	2012/03	867648.22
2012/04	884599.71	2012/05	893903.72	2012/06	853352.89
2012/07	880810.17	2012/08	899012.82	2012/09	923559.21
2012/10	948199.53	2012/11	950534.35	2012/12	962415.61
2013/01	979779.23	2013/02	1022456.88	2013/03	1167128.29
2013/04	1073323.00	2013/05	1097449.88	2013/06	1107170.36

接下页



表 1 – 接上页

时间	资产 (百万美元)	时间	资产 (百万美元)	时间	资产 (百万美元)
2013/07	1089874.24	2013/08	1124873.00	2013/09	1113023.58
2013/10	1153404.90	2013/11	1170515.85	2013/12	1191252.26
2014/01	1210088.64	2014/02	1187520.60	2014/03	1234096.87
2014/04	1238799.16	2014/05	1247947.58	2014/06	1271898.35
2014/07	1304877.84	2014/08	1290804.96	2014/09	1324078.57
2014/10	1295844.43	2014/11	1313867.10	2014/12	1331161.52
2015/01	1313628.87	2015/02	1321029.56	2015/03	1373800.97
2015/04	1372278.97	2015/05	1397090.52	2015/06	1418694.42
2015/07	1431861.66	2015/08	1445206.70	2015/09	1383349.54
2015/10	1357479.17	2015/11	1420458.98	2015/12	1424948.06
2016/01	1399192.81	2016/02	1346345.30	2016/03	1344888.45
2016/04	1402333.30	2016/05	1424562.38	2016/06	1425313.57
2016/07	1414559.58	2016/08	1453163.33	2016/09	1459183.73
2016/10	1466733.52	2016/11	1440816.65	2016/12	1439637.04
2017/01	1460271.42	2017/02	1473791.88	2017/03	1512170.81
2017/04	1531286.24	2017/05	1531106.44		

数据来源: bloomberg

## A.2 美国退休养老资产规模

表 2: 2007 年 1 季度至 2016 年 4 季度美国退休养老资产规模 (单位: 十亿美元)

Time	IRAs	DC Plans	Private-Sector DB Plans	Government DB Plans	Federal DB Plans	Annuities	Total
2007:Q1	4340	4360	2520	3161	930	1431	16742
2007:Q2	4605	4535	2675	3308	920	1488	17531
2007:Q3	4775	4614	2685	3352	936	1516	17878
2007:Q4	4748	4555	2646	3296	978	1507	17730
2008:Q1	4555	4356	2515	3120	961	1442	16948
2008:Q2	4580	4396	2495	3132	967	1432	17002
2008:Q3	4225	4069	2340	2944	984	1369	15931
2008:Q4	3681	3547	1979	2466	1033	1239	13946
2009:Q1	3536	3429	1840	2288	1009	1193	13296
2009:Q2	3925	3736	1990	2407	1015	1275	14347
2009:Q3	4325	4053	2155	2619	1032	1363	15546
2009:Q4	4488	4200	2228	2728	1095	1397	16137
2010:Q1	4644	4373	2315	2833	1079	1439	16683
2010:Q2	4405	4204	2210	2623	1081	1392	15915
2010:Q3	4757	4500	2345	2762	1099	1482	16944
2010:Q4	5029	4758	2481	2954	1161	1557	17941
2011:Q1	5255	4903	2545	3049	1147	1606	18504
2011:Q2	5315	4927	2535	3004	1155	1614	18550
2011:Q3	4910	4538	2440	2673	1165	1512	17238
2011:Q4	5153	4738	2525	2838	1230	1574	18057

接下页

表 2 – 接上页

Time	IRAs	DC Plans	Private-Sector DB Plans	Government DB Plans	Federal DB Plans	Annuities	Total
2012:Q1	5550	5089	2685	3048	1214	1672	19259
2012:Q2	5450	4981	2640	2951	1220	1635	18878
2012:Q3	5700	5186	2723	3025	1239	1688	19562
2012:Q4	5785	5242	2709	2998	1270	1705	19709
2013:Q1	6123	5535	2790	3190	1282	1756	20675
2013:Q2	6189	5587	2775	3240	1287	1758	20836
2013:Q3	6487	5848	2808	3349	1301	1816	21609
2013:Q4	6819	6132	2892	3549	1370	1886	22648
2014:Q1	6961	6212	2910	3559	1357	1899	22898
2014:Q2	7215	6352	2968	3641	1360	1939	23475
2014:Q3	7182	6367	2949	3630	1378	1925	23431
2014:Q4	7292	6480	3003	3730	1438	1954	23896
2015:Q1	7445	6547	3003	3756	1417	1976	24145
2015:Q2	7504	6522	2972	3772	1419	1979	24168
2015:Q3	7133	6298	2828	3551	1439	1910	23160
2015:Q4	7329	6537	2870	3664	1512	1954	23866
2016:Q1	7400	6639	2863	3665	1497	1976	24041
2016:Q2	7527	6775	2876	3714	1497	2004	24392
2016:Q3	7767	6938	2916	3813	1515	2045	24992
2016:Q4	7850	7028	2946	3861	1595	2049	25330

数据来源: Investment Company Institute (ICI)

## B 代码

请二位模仿我下面写的这样，补充上各自负责的那一部分的代码，注意写清楚 subsection，做好命名。如果自己一个人的代码太多，放在一起太混乱，可以写多个 subsection，by 王喆 & RQJ

正文部分如果需要展示 R 的输出，也可以用下面的这个 lstlisting 环境，可能会比 table 环境更适合一些，by 王喆 & RQJ

### B.1 xxxxxxxx

```
1 rm(list=ls())
2
3 library(readxl)
4 library(TSA)
5 library(forecast)
6
7 data <- read_excel("API.xlsx", sheet = "R", col_types = c("skip", "numeric", "numeric"))
8
9 ast = data[1] # ast represents asset
10 ast = ts(ast, frequency = 12, start = c(1995,1)) # total net assets
11
12 GR_ast = diff(log(ast)) # growth ratio of total net asset
13 GR_ast = ts(GR_ast * 100, frequency = 12, start = c(1995,2), names = 'GR_ast')
14
15 par(mfrow = c(2,1))
16 plot(ast)
17 plot(GR_ast)
18
19 adf.test(ast)
20 adf.test(GR_ast)
```