

# 2024年贝莱德集团董事长 劳伦斯·芬克 致投资者函



## 反思退休养老之道

2012年我的母亲去世后，父亲的健康状况也开始走下坡路。我和哥哥不得不查看父母的账单和财务状况。

我的父母从事他们热爱的工作达五十年之久，但收入从来不是处于最高纳税等级。我的母亲在州立大学(加州州立大学北岭分校)教授英语，父亲则经营一家鞋店。

我不知道他们每年有多少收入，但以今天的物价计算，他们夫妇年收入大概不会超过150,000美元。因此，当我们兄弟俩知悉父母的退休储蓄的规模时，都感到惊讶。以他们的收入来说，他们的储蓄远比想象的多。当我们检视他们的财产后，知道了原因：因为父母有进行投资。

我的父亲一直是个热衷于投资的人。事实上，是他鼓励我在青少年时期购入我的第一只股票(杜邦化学公司)。我的父亲进行投资是因为他知道无论把钱投资在债券市场还是股票市场，都可能比放在银行里增长得更快。而他是对的。

我回过头计算了一下，假设我的父母在1960年有1,000美元可以用于投资，而他们把这笔钱投入标准普尔500指数，

那么当他们在1990年达到退休年龄时,这1,000美元的投资已增值到接近20,000美元<sup>1</sup>。这比他们只是把钱存入银行账户要高出一倍多。我父亲在母亲去世后几个月也相继离世,享年80多岁。而我的父母的财务状况完全可以支撑他们很舒服地活到100多岁。

我为什么要写到我的父母?因为审视他们的财务状况后,让我对自己所投身的金融行业职业生涯多了一些体会。父母离世时,我已经在贝莱德工作了将近25年,他们的经历为我多年的行业经历赋予了一个全新的、非常个人化的角度,提醒了我当初和我的商业伙伴创立贝莱德的原因。

**我们是有抱负的企业家,我们希望建立一家成功的公司,但我们更加希望能帮助人们如我父母般安享退休生活。这是我们创办资产管理公司的原因——成立一家能帮助人们参与资本市场投资的公司,因为我们认为对于追求退休后生活舒适、财务安稳的人来说,参与资本市场是至关重要的。**

我们还认为,资本市场将在全球经济中发挥越来越大的作用。如果有更多的人能够投资于资本市场,就会形成良性的经济循环,促进企业和国家的经济增长,进而为众多百姓创造财富。

我的父母在晚年过着有尊严的生活,并实现了财务自由。很多人没有这样的机会,但他们其实也可以拥有。资本市场在我父母那个时代帮助过他们,也可以在当下帮助其他人。**事实上,我认为,资本场所赋能的经济增长和繁荣,将仍然是21世纪未来经济发展的显著趋势。**

这封信试图解释其原因。

“

父母离世时,我已经在贝莱德工作了将近25年,他们的经历为我多年的行业经历赋予了一个全新的、非常个人化的角度,提醒了我当初和我的商业伙伴创立贝莱德的原因。”

## 美国资本市场的简史(纵然并不完整)

在金融领域,有两种基本方法可以赚钱或为钱增值。

一个是银行,这是大多数人历来依赖的。他们通过银行储蓄赚取利息,或者通过贷款来买房产或扩充业务。随着时间的转变,资本市场的冒起,提供了第二条融资途径,特别是在美国,这包括公开市场交易的股票、债券和其他证券。

我在70年代末和80年代初亲历资本市场的成长,当时我参与了创建房贷证券化市场。

在70年代之前,大多数人会像圣诞节经典电影《生活多美好》(It's a Wonderful Life)中那样通过住房贷款协会(Building & Loan)购买房产。客户将他们的储蓄存入该协会,而它本质上是一家银行。然后,那家银行会以房屋抵押贷款的形式借出这些储蓄存款。

在电影以及现实生活中，一切都顺利进行，直到储户开始在银行大门前排队要求退还他们的存款。正如吉米·史都华 (Jimmy Stewart) 在电影中解释，银行没有他们的存款。存款被捆绑在别人的房产上。

大萧条后，住房贷款协会演变成为储蓄和贷款协会 (Savings & Loans, 以下简称S&Ls), 并在80年代出现了危机。1980年, 美国大约一半的存续住房抵押贷款由S&Ls持有, 风险管理不善和宽松的贷款操作导致了大量违约, 使美国纳税人损失了超过1,000亿美元<sup>2</sup>。

但S&L的危机并没有对美国经济造成任何持久的损害。为什么? 因为在S&L崩塌的同时, 另一种融资方式正在兴起。资本市场为面临挑战的房地产市场提供了引入资本的途径。

这就是房贷证券化。

证券化不仅允许银行提供房贷, 而且银行可以通过出售房贷证券, 对其资产负债表进行更好的风险管理, 并提供更多的资金来借给购房者, 这就是S&L危机没有严重影响美国的住房市场的原因。

最终, 房贷证券化的过度使用导致了2008年的崩盘, 与S&L危机不同, 经济大衰退确实损害了美国的住房市场, 而美国在这方面仍未完全恢复。但更广泛的潜在趋势——资本市场的扩张——仍然给美国经济带来莫大帮助。

**事实上, 值得思考的是: 为什么美国经济从2008年开始的反弹速度比几乎任何其他发达国家都要快?**<sup>3</sup>

**答案的绝大部分源于美国的资本市场。**

在欧洲，由于大部分资产都存放在银行，当银行需要缩减资产负债表时，经济发展因而停滞。当然，美国银行也不得不收紧资本基准，并缩减贷款。但是，由于美国拥有资本市场这个更强大的第二资金池，因而能够更快地实现复苏。

时至今日，美国非金融企业有超过70%的融资是来自于公开发行的股票和债券，这一比例较全球任何其他国家都高。例如，中国的银行与资本市场的比率几乎是相反的情况。中国企业65%的融资依赖于银行贷款<sup>4</sup>。

在我看来，这是近年最重要的经济经验：国家的经济繁荣不仅需要强大的银行体系，还需要强大的资本市场。

而这个经验正在全球传播。

## **复制美国资本市场的模式**

去年，我走访了17个国家，跟客户与员工见面，还拜会了许多政策制定者和国家元首，在这些会面中，最常谈论的是关于资本市场的问题。

**越来越多的国家认识到美国资本市场的力量，并希望建立自己的资本市场。**

当然，许多国家已经建立了资本市场。全球大约有80家证券交易所，从吉隆坡到约翰内斯堡<sup>5</sup>，无处不在。但其中大多数的规模较小，所涉及的投资规模也较少。而其他国家正是希

望建立如美国市场般那样强大的资本市场。

例如，沙特阿拉伯政府有意建立一个房屋贷款抵押证券化市场，而日本和印度则希望为他们的人民提供新的投资途径。在日本，目前投资主要是通过银行。在印度，黄金是比较受欢迎的选择。

去年11月访问印度时，我跟政策制定者会面，他们感叹同胞们对黄金的喜爱。但其实黄金的投资表现落后于印度股市，对个人投资者来说是一项次优投资。黄金投资对该国的经济也没有带来帮助。

若你将投资黄金与投资新房子进行比较，投资一栋新房子会产生经济乘数效应，因为你需要装修和修缮房屋，也许你会建立家庭生儿育女，所有这些都产生经济活动。即使把钱存入银行，也会产生乘数效应，因为银行可以用这笔钱来提供房屋贷款。但是黄金呢？它只是被放在保险箱里。它可以是一种很好的保值工具，但黄金不会创造经济增长。

这是一个小小的例证，但却是一个很好的例证，说明各国希望通过强大的资本市场实现其目标。（又或者，没有资本市场他们就无法实现目标。）

**因此，资本市场将是应对21世纪中叶两个最大经济挑战的关键。**

**1. 首先是提供如我的父母长期以来所建立的安稳、愉快的退休生活。**这是一个比30年前困难得多的议题，而这一议题也将于30年后变得更加困难。随着寿命的延长，人们需要更

多的资本来支持生活所需。只要政府和雇主帮助人们进行投资，资本市场就可以满足这些资本需求。

**2. 第二个挑战是基础设施。我们如何建设全球所需的大量基础设施？**随着各国尝试实现脱碳和数字化经济，对各种基础设施的需求正在增加，包括从电信网络到新型的发电方式。事实上，在我近50年的金融生涯中，从未遇见对能源基础设施有如此庞大的需求，这是因为许多国家在聚焦两个目标：他们希望实现能源安全的同时完成向低碳能源的过渡。资本市场可以帮助各国实现其能源目标，包括以可负担的方式实现脱碳。

“

**「退休」是一个比30年前困难得多的议题，而这一议题也将于30年后变得更加困难。”**

## **老问题：我们如何应对 寿命延长所需的生活开支？**

去年，日本的人口老龄化数据达到了一个里程碑。日本人口的老龄化始于90年代初，劳动适龄人口递减，老年人口则不断增加。至2023年，超过80岁的人口首次占到了总人口数量的10%<sup>6</sup>。根据联合国的数据，日本是“世界人口年龄最老的国家”<sup>7</sup>。

这也是日本政府大力推动养老投资的部分原因。

大部分日本人将大量退休储蓄存放在银行，赚取很低的利息。在日本面对通货紧缩时，这并不是一个坏的策略，但目前该国的经济已经好转，日经指数于2024年3月首次飙升至40,000点以上<sup>8</sup>。

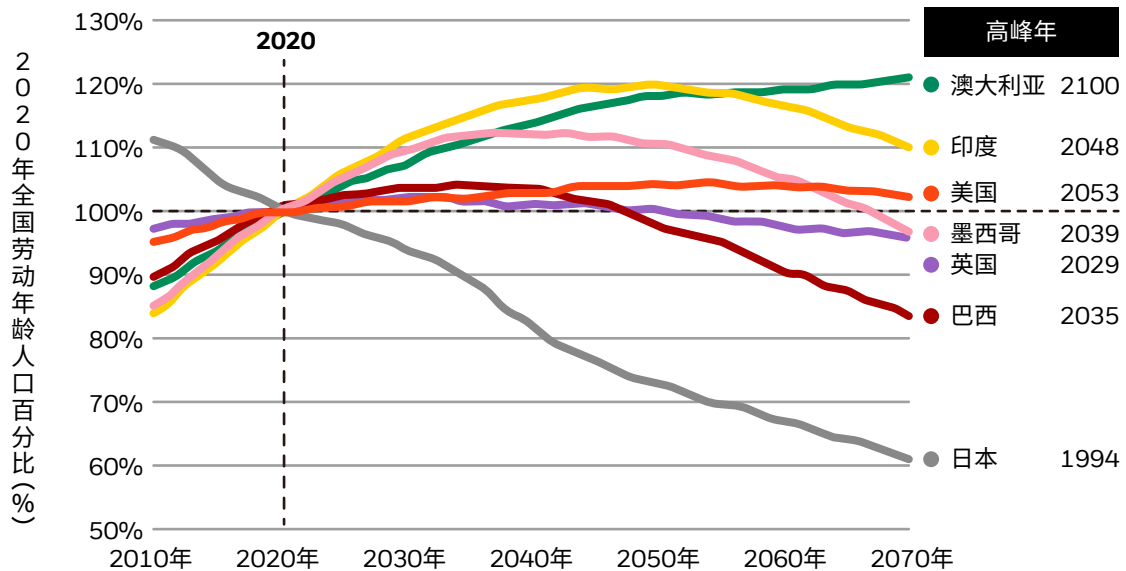
大部分对养老生活抱有期望的退休人士都错过了此轮上涨。日本在2001年前没有任何类似于401(k)退休福利计划的政策，但即使当福利计划推出后，当时的收入供款的金额比例也相当低。直至十年前，日本政府推出了日本个人储蓄账户(NISA)，鼓励民众进行更多养老投资。日本政府目前正试图将NISA计划的参与人数翻倍，目标是到2030年底覆盖3,400万名日本投资者<sup>9</sup>。这将需要日本政府扩大资本市场的规模，因为以往只有少数散户投资者参与其中。

日本并不是唯一一个鼓励进行更多养老投资的国家。贝莱德与印度Reliance Industries旗下的Jio Financial Services成立合资企业Jio BlackRock。过去十年，印度建立了一个庞大的数字公共基础设施网络，通过智能手机将近10亿印度民众从医疗保健到政府支付等范围连结起来。Jio - BlackRock的目标是使用相同的基础设施来鼓励养老（以及更多其他）投资。

毕竟，印度人口也正在老龄化。事实上，全球都在出现老龄化，只是速度不尽相同。巴西在2035年离开劳动力市场的人数将开始超过进入劳动力市场的数量；墨西哥到2040年将达到劳动力峰值；印度则是接近2050年。



## 随着人口老龄化, 退休储蓄的建立从未如此迫切



来源: 劳动年龄人口(15-64岁): 联合国“中期趋势”<sup>10</sup>

到本世纪中叶, 全球每6人中将有一人超过65岁, 而2019年每11人中有1人<sup>11</sup>。为了更好的支持老年人口, 各国政府需要如美国那样优先建立强大的资本市场。

然而, 这并不代表美国的退休福利制度是完美的。我不确定是否有人相信这一点。美国的退休福利制度至少需要现代化。

## 对美国的退休投资市场的反思

这一点在去年尤为明显, 因为生物技术领域涌现了一大批新型、有助延长寿命的药物。例如, 由于肥胖可以缩短预期寿命达10年以上, 一些研究人员认为新型药物如Ozempic和Wegovy等可以成为用作延长寿命的药物, 而不仅仅是减肥药<sup>12</sup>。事实上, 最近的一项研究显示, Semaglutide, 即Ozempic的通用名称, 有助于避免心血管疾病患者出现突发心脏病

等重大疾病,从而增加两年的寿命<sup>13</sup>。

“

**我们的社会投放了很多资源研究怎样延长寿命,但对于寿命延长后如何应对所需生活开支的投入却寥寥无几。”**

这些药物既是突破性的发明,也凸显了令人沮丧的讽刺:**我们的社会投放了很多资源研究怎样延长寿命,但对于寿命延长后如何应对所需生活开支的投入却寥寥无几。**

情况并非总是如此。我的父母能够拥有一个稳定的退休保障原因之一,是因为母亲以大学雇员身份注册参加了加州的公共养老金系统CalPERS。但自上世纪80年代以来,养老金计划的参与率一直在下降<sup>14</sup>。与此同时,联邦政府优先为我这个年龄层的人(我71岁)维持可享有的福利,这意味着年轻劳动人口退休时,社会保障将难以履行其全部义务。

难怪年轻一代、千禧一代和Z世代,对经济如此焦虑。他们认为,我们婴儿潮这一代人专注于自己的财务状况,从而损害了下一代人。就养老安排而言,他们是对的。

今天的美国,政府和企业给予员工的养老信息实际上是:“你要靠自己”。因此我们这一代人从企业和政治领导职位完全退下之前,我们有义务改变这个状况。

也许美国每十年会面临一次巨大和紧迫的危机，迫使政府和企业领导人不得不放下手头的日常工作，一同坐下来寻找解决方案。我在2008年之后曾经参与类似的事情，当时政府需要在次贷危机中找出剥离不良资产的方案。而近日，科技公司的CEO和联邦政府齐聚一堂，期望共同解决美国半导体供应链的脆弱性问题。我们需要针对退休危机采取类似行动。美国需要有组织的高层努力来确保子孙后代能够有尊严地安享晚年。

这项全国性的工作应该包括什么？我没有所有的答案，但由于我们的主要业务是养老投资，因此从日常工作收集了一些数据和初步构想。

贝莱德管理的资产中超过一半是退休养老相关的资产<sup>15</sup>。我们帮助约3,500万名美国人管理养老金计划<sup>16</sup>，占到全国劳动人口总数的四分之一<sup>17</sup>，这包括许多像我母亲这样的教育工作者。贝莱德为大约一半的美国公立学校教师管理养老金资产<sup>18</sup>。这项工作，以及全球范围内类似的工作，为开展全国性的退休方案现代化倡议提供了一定程度的市场洞察。

我们认为要从三个不同的角度来看待这个挑战。

- **从在职员工**的角度而言，一个仍在努力为退休储蓄的人会遇到什么问题？
- **已经退休的人士**面临什么问题？从退休人士的视角而言，储蓄已足够并可以停止工作，但他们担心储蓄会耗尽。
- 但看待美国的退休问题需要从宏观开始，这是国家政策制

定者会关注的方向。对整体人口而言,问题又是什么?(是人口构成)。

**“**

**「年轻人」认为,我们婴儿潮这一代人专注于自己的财务状况,从而损害了下一代人。就养老安排而言,他们是对的。”**

## **人口结构数据不会说谎**

经济学中有一句流行的说法:“你无法打败人口结构数据带来的影响”。然而,对退休养老这个挑战美国正在努力。

在富裕国家,大部分养老制度都有三大支柱。一个是个人储蓄(我父亲投资股票市场-第三支柱)。另一个是雇主提供的计划(我母亲的CALPERS养老金-第二支柱)。第三个组成部份则是政客们最常谈论的政府保障措施。在美国,这就是社会保障制度(Social Security-第一支柱)。

许多人都熟悉社会保障背后的经济学,就是在您的工作期间,政府会从您的收入中抽取一部分,并在您退休时每月给您发放社会保障金。这个想法实际上起源于第一次世界大战前的德国,而这些“老龄保障”计划在20世纪逐渐流行起来,这在很大程度上是因为能够切合当时的人口构成状况。

我出生于1952年,请试图想象一下一个在我出生那年年满65岁的人,如果还没有退休,应该正在准备退休。

但是也请试图想象一下与这个人年龄相仿的老同事们,他们大概都是1910年代进入劳动力市场,到了1952年,数据显示这些人大部份并没有为退休做准备,因为他们已经去世了。

这就是社会保障制度的运作方式:超过一半努力工作并向保障制度供款的人,他们其实从未活到退休年龄并享受制度下所派发的养老金<sup>19</sup>。

今天,人口结构已经完全改变。这种改变是美好的。我们当然欢迎人类寿命的延长,但不能忽视这会对美国退休福利制度带来的巨大影响。

在美国,退休人口的数量不仅在增长,他们退休后的生活年限也越来越长。今天,如果您已婚并且和您的配偶都超过65岁,您们两人中至少有一个人会有一半机会可以一直收取社会保障金直到90岁<sup>20</sup>。

这些都让美国的退休福利制度承受着巨大的压力。美国社会保障局表示,到2034年,他们将无法向计划参与者支付全额保障<sup>21</sup>。

那么解决方案是什么?任何人的工作年限都不应该超过他们本身的计划。但对于还沿用65岁为适当退休年龄这个起源于奥斯曼帝国存在的时代的想法,让我感到有点不可置信。

**人类在过去的120年里发生了变化。我们对养老的观念也必须改变。**

荷兰是其中一个重新思考养老问题的国家。为了确保国家能够负担养老金,荷兰在十多年前便决定逐步提高退休年龄。而退休年龄现时也随着该国预期寿命的转变而自动调整<sup>22</sup>。

显然,在其他地方实施这项政策将是一项艰巨的政治任务,但我认为我们应该开始进行讨论。当活过90岁变得越来越普遍时,平均退休年龄应该是多少?

或者,与其延后发放退休福利,也许可以考虑一个政治层面上更能接受的方案:我们如何向更多希望工作更长年限的人士提供激励,而不是强迫他们按时退休?如果政府和私营机构将60多岁的人视为大有可为经验丰富的工作者,而不是应该退休的人,情况又会怎样呢?

这正是日本管理老龄化经济的其中一种方式,他们已寻找到提高劳动力参与率的新方法,而美国的劳动力参与率自2000年代初以来一直下降<sup>23</sup>。值得讨论的是,美国如何才能阻止(或至少减缓)这一趋势?

对于这些问题,我没有答案。尽管贝莱德在帮助数千万人管理退休资产方面的过往业绩斐然,但这些问题必须向更广泛的投资者、退休人士、政策制定者和其他人提出。在接下来的几个月里,贝莱德将宣布一系列合作伙伴关系和倡议,以应对这些问题,我邀请您们参与。

# 让员工(几乎)自动参与养老投资

当美国人口普查局在2022年对消费者财务状况公布定期调查结果时,近一半55至65岁的美国人的个人退休账户结余为零<sup>24</sup>。没有养老金,也没有IRA或401(k)退休福利计划结余。

为什么会这样?养老投资的第一个障碍,是**负担能力**。

四成的美国人没有400美元的闲钱来支付汽车维修或医院就诊等紧急情况<sup>25</sup>。如果他们不能满足当下所需,没有人会为30年后的退休进行投资。这就是贝莱德基金会与一些非营利组织合作建立一个紧急储蓄计划的原因。该计划能帮助低收入的美人建立合共20亿美元的新流动现金储备<sup>26</sup>。

研究表明,当人们有应急资金以后,他们进行养老投资的意愿会高出70%<sup>27</sup>。但这也是员工遇到另一个障碍的地方:即使你有能力负担,但投资是一件十分复杂的事。

没有人是天生的投资者。身处金融服务行业的我们并没有清楚的说明这一点的重要性。我们往往把退休投资说成是一项简单任务,任何人都可以通过一些练习便能做到,比如开车上班,你拿起钥匙,跳上驾驶座便成。但养老投资并不那么简单。更好的类比是,有人在您的车道上丢下一堆发动机和汽车零件,然后跟您说:“自己弄吧”。

在贝莱德,我们通过开发简单直接的产品如目标日期基金,使投资过程更容易被理解。这些产品只要求投资者做出一

个决定：他们预期哪一年退休？一旦选择了他们的“目标日期”，该基金就会随着退休日期的临近，自动调整相关的投资组合，从回报率较高的股票转向风险较低的债券<sup>28</sup>。

2023年，贝莱德扩展了目标日期ETF的种类，即使雇主没有提供退休保障计划，也可以简易地购买这些基金。**在美国，有5,700万名如农民、零工、餐馆员工、独立承包商等人士，无法参与固定缴款计划<sup>29</sup>**。虽然提供更好的投资产品会有帮助，但目标日期基金等可以帮助的其实是有限。事实上，数据显示，对于大多数人来说，养老投资中最困难的部分才刚刚开始。

其他国家为他们的兼职和合同工简化了养老投资。在澳大利亚，雇主必须为每位年龄在18至70岁之间的雇员把工资的一部分支付到养老金账户，该账户是属于雇员的。澳大利亚的养老金保障制度于1992年推出，当时该国似乎正要面对退休危机。32年后，澳大利亚的人均退休储蓄比其他任何国家都多。澳大利亚的人口全球排名54<sup>30</sup>，但却拥有全球第四大的养老金保障制度<sup>31</sup>。

当然，每个国家不尽相同，因此所需要的退休制度也应该不同。澳大利亚在养老金保障制度的经验可以为美国政策制定者提供良好的研究基础并加以借鉴。有些地方已经在这样做了。美国大约有20个州份，包括科罗拉多州和弗吉尼亚州，已经建立了退休保障制度，就如澳大利亚般涵盖所有员工，即使他们是零工或是兼职员工<sup>32</sup>。

立法者提出不同的法案，或者某些州份担当“退休实验室”的



角色，都是值得鼓励，也为其他更多州份提供参考，并为个人退休人士带来巨大效益。这些制度或可确保美国社会保障计划的长期偿付能力。这亦是澳大利亚的经验之谈——他们的养老金保障制度缓解了国家公共养老金计划的财务紧张状况<sup>33</sup>。

**但是，那些已经获得雇主提供退休福利计划的员工呢？他们也其实需要支持。**

即使获得雇主提供退休福利计划的员工，当中也有17%没有加入这些计划，而养老投资专家的假设是，因为这不是自觉地会想起要做的事。大家平日生活实在忙碌。

员工需要花一个小时左右的时间才能从他们的工作邮箱中找出公司养老投资系统的正确链接，然后选择他们想要供款的收入百分比，这听起来微不足道，但可能已经是不容易清除的障碍。这也解释了为什么雇主应该着力研究有什么默认选项。员工们是否自动注册加入计划？他们自动选择供款比例是多少？是他们收入的最低百分比？还是最大百分比？

2017年，芝加哥大学经济学家理查德·塞勒(Richard Thaler)获得了诺贝尔奖，部分是归因他开创的“助推理论”(nudges)的研究工作，即政策的微小变化，可以对人们的财务状况产生巨大影响。自动注册就是其中之一。研究表明，自动注册参加退休福利计划的简单步骤可将计划的参与率提高近50%<sup>34</sup>。

**作为一个国家,我们应该竭尽所能,帮助员工以更自动化的形式参与退休投资。**其中已有一些令人鼓舞的进展。一项新的美国联邦法律将于明年生效,要求雇主在制定新的401(k)退休福利计划时,为新员工自动注册参与计划。此外,数百家包括贝莱德在内的大型企业已经自愿迈出了这一步。

而企业可以再做更多以协助员工改善财务状况,如为员工的退休福利计划提供某个水平的相应缴款,以及开展更多的财务知识培训,让员工了解将收入的一小部分或最大部分用于退休投资后,两者之间的长期巨大差异。我还认为,应该让工人在转换工作时更容易迁移他们的401(k)退休福利计划。我们需要探索所有的可能性。

## **帮助退休人士花费他们省下的储蓄**

2018年,贝莱德对1,150名美国退休人士进行了一项委托研究,当中发现了一些意想不到,甚至是自相矛盾的数据。

调查显示,在退休近二十年后,年龄大概在75到95岁之间的人手上仍然有80%的退休前储蓄。如果他们有为养老而投资,应该有足够的储蓄度过余生,但数据也显示他们对自己的财务状况感到焦虑。只有32%的人表示对花费他们省下的储蓄感到安心<sup>35</sup>。

**对于有关退休的自相矛盾有一个简单的解释:即使是知道如何为退休储蓄的人,仍然不知道如何花费他们的退休储蓄。**

在美国,这个问题的根源可以追溯到四十多年前,当时雇主

开始从DB (Defined Benefit固定福利计划-养老金) 转向401(k) 退休福利计划等固定缴款计划。

在很多方面, 养老金比401(k)退休福利计划简单得多。您在某个地方工作了20或30年, 当您退休时, 每月会给您支付一定的养老金——这是固定的福利。

当我在70年代进入劳动力市场时, 38%的美国人拥有一项DB, 但到2008年, 这一比例几乎减少了一半<sup>36</sup>。与此同时, 拥有DC (Defined Contribution-固定缴款计划) 的美国人比例几乎翻了两番<sup>37</sup>。

这应该是一件好事。从婴儿潮一代开始, 越来越少的员工在一个地方度过他们的整个职业生涯, 这代表他们需要一个退休福利选项, 可以跟随他们从一份工作转到另一份工作。从理论上说, 401(k)退休福利计划做到了这一点。但在实践中呢? 并不一定。

任何换过工作的人都知道, 并不一定会主动记起需要同时转移退休福利计划。事实上, 约有四成员工于辞职时从他们的401(k)退休福利计划提取储蓄, 这使他们重回退休储蓄的起点<sup>38</sup>。

DC的真正缺点是它消除了雇主对员工养老金所负的大部分责任, 并将责任放到员工个人的肩上。在DB, 即养老金制度下, 企业对员工有非常明确的义务。员工的养老金是企业资产负债表上的财务负债。企业知道他们必须每月给每个退休员工支付养老金。但DC结束了这样的安排, 迫使退休员工利用其稳定的收入来源来换取一个不可能解决的数学问题。

因为大部份DC账户没有说明您每月可以提取多少储蓄，所以个人储户首先必须建立一笔储备金，然后以可以支持他们余生生活的速度花费储蓄。但谁真的知道那会持续多久呢？

**简单而言,对大多数人来说,从DB转到DC,是从财务确定性到财务不确定性的转变。**

因此我们在发现退休员工对花费储蓄感到紧张的同时，我们会开始疑虑：我们能做些什么吗？我们能否制定一种投资策略，既能提供401(k)退休福利计划投资的灵活性，又能提供可预见的类似于工资的稳定收入的养老金？

事实是可以的。这策略称为LifePath Paycheck™，并将于四月上线。在我写这封信的时候，14个退休福利计划发起人将向50万名员工提供LifePath Paycheck™产品，我相信它有一天会成为DC下最常用的投资策略。

这是一场退休革命，虽然可能首先在美国发生，但最终其他国家也将从创新中受益。这至少是我的希望。虽然退休主要是一个储蓄挑战，但数据也清楚表明，它也是一个支出挑战。

## **恐惧与希望**

在结束关于退休养老这一话题的探讨之前，我希望就投资未来的最大障碍多加笔墨。在我看来，最大的障碍不是负担能力或投资复杂性，也不是人们太忙而未有注册参加雇主

的退休计划。

为退休或任何目标进行投资的最大障碍是恐惧。

在金融领域，我们有时会认为“恐惧”是一个模糊的情感概念，而不是一个硬性的经济数据点。但事实确实如此，恐惧与国内生产总值GDP一样重要且可操控。毕竟，投资（或缺乏投资）是一种衡量恐惧的标准，因为如果担心未来环境比现在更差，便不会愿意把储蓄在股票或债券市场中投放30或40年。这时，会把储蓄存入银行，甚至收藏在床垫下面。

一直以来，美国最大的经济资产是基于对未来前景的乐观态度，因此人们把资金投入美国市场，与他们投资房产和企业的原因相同。

这个充满希望的国家是我一直以来认识的美国，但在过去的几年里，特别是我有更多孙子孙女之后，我开始问自己：他们也会有机会认识同样的美国吗？

当我执笔完成这封信之时，《华尔街日报》刊登了一篇文章，引起了我的注意。它的标题是“将Z世代变成美国最失望选民的艰难岁月”，其中包括一些引人注目且真正令人不安的数据。

文章显示，从90年代中期到21世纪初的大部分时间里，大部分年轻人——具体来说大约60%的高中生——相信他们将会取得专业学位，找到一份理想工作，并比他们的父母富有。他们的乐观情绪高涨。但自疫情以来，这种乐观情绪急剧下降。

与20年前相比,现在有超过50%的美国年轻人质疑人生是否有意义。四成的人表示“很难对世界抱有希望”<sup>39</sup>。

**我在金融行业工作了近50年,见过很多数据。但是,从没有一个数据比这个更让我担忧。**

作为一家公司的首席执行官、一位祖父,更重要是作为一名美国人,缺乏希望让我感到忧心忡忡。

如果子孙后代对这个国家及其未来不抱希望,那美国市场不仅将失去吸引投资者的动力,也将失去它自身的特质。没有希望,美国就会变成另一个地方,人们只会审视眼前的激励结构,视安全的选择是唯一的选择。我们可能会成为人们把钱藏在床垫下,把梦想按捺在自家卧室里的国家。

## **我们如何找回希望?**

无论是想解决退休还是其他问题,如何找回希望是我们必须提出的第一个问题,尽管我承认还没有解决方案。眼下美国和世界的现状,让我与其他人一样感到无奈。社会上有很多愤怒和分裂,经常让我难以理解。

我只知道任何方案都必须让年轻人参与才能开展。同样的调查显示,缺乏希望的这一代年轻人比以往任何一代的同龄人都缺乏信心,他们对社会的每一个支柱包括政治、政府、媒体和企业都信心不足。包括我在内的机构领导人应该多体谅他们的忧虑。

年轻人对年长一辈人失去了信任，我们有责任把信任重建起来。或许为他们的长期目标，包括退休养老等筹谋，不失为一个好的起点。

也许开始建立希望的最好方法就是告诉年轻人，“你可能对自己的未来不抱太大的希望，但我们有。我们将助您创建未来。”

**“**

**年轻人对年长一辈人失去了信任，我们有责任把信任重建起来。或许为他们的长期目标，包括退休养老等筹谋，不失为一个好的起点。”**

## **基础设施新蓝图：钢铁、混凝土和公私合作模式**

我从80年代开始到访伦敦，当时，如果可以在两个主要国际机场之间做出选择——希思罗机场或盖特威克机场，你大概会选择希思罗机场。盖特威克机场离市区较远，也相对年久失修。

但情况在2009年发生了变化。当时盖特威克机场被全球基础建设合伙公司(GIP)收购，随后增加了跑道容量，并进行了一系列调整，例如投入使用超大行李托盘从而将安检时间缩短了一半以上。

“运营基础设施的问题症结往往是在客户服务方面的不足。”GIP首席执行官Bayo Ogunlesi告诉英国《金融时报》。GIP希望让盖特威克机场变得与众不同,并把这个机场打造为一个典型例子,说明在21世纪如何运用私募资本建设和运营基础设施<sup>40</sup>。

在美国,人们倾向于认为基础设施建设主要依赖于纳税人的资金,因此是属于政府的工作。但是,这不会是21世纪中叶基础设施建设的主要模式,当中有一个非常重要的原因,我稍后会深入探讨。全球将会更多的效仿盖特威克机场的做法,而不是仅仅动用政府资金来建造桥梁、电网和机场。

**公私合作模式将成就未来的基础设施。**

## **债务问题**

高达1万亿美元的基础设施行业是私募市场中增长最快的行业之一,这正是由确定的宏观经济趋势所推动的。在发展中国家,人们越来越富裕,带动对从能源到交通等各种服务的需求,而在富裕国家,政府既需要建设新的基础设施,也需要对旧的设施进行修复。

即使美国拜登政府已签署法案鼓励跨代基础设施投资,但这仍然不足以支付价值2万亿美元的延迟维护费用<sup>41</sup>。

但这由谁来支付呢?这不可能仅仅由政府出资,我认为它



必须是公有和私营的某种合作出资，因为政府的债务水平已经太高了。

许多国家，从意大利到南非，正面临历史上最高的债务负担。自70年代中期以来，公共债务增加了两倍，到2022年达到全球GDP的92%<sup>42</sup>。而美国的情况比我记忆所及更严峻。自新冠疫情开始以来，美国已经发行了大约11.1万亿美元的新债务<sup>43</sup>，而这一数额只是问题的其中一部分，还未计上财政部需要支付的利率。

三年前，十年期国库券的利率低于1%。但在我写这封信的时候，它已超过4%，这300个基点的增幅是一个非常危险的增长。如果目前的利率保持不变，未来十年将涉资过万亿美元的利息支出<sup>44</sup>。

为什么债务现在是一个问题？因为以往美国是通过发行国债以新债务来偿还旧债务，只要市场对这些证券有需求，这是一个可行的策略。但未来，美国不能再理所当然地认为投资者会愿意购入那么大数量的国债或以溢价购买这些国债。目前，大约30%的美国国库债券由外国政府或投资者持有<sup>45</sup>，但这一比例可能随着更多国家建立自己的资本市场并鼓励本土投资而下降。

更多领导人应该关注美国如滚雪球般增长的债务水平。美国经济的情况开始跟90年代末至2000年初日本的情况相似，日本当时的债务超过了GDP，导致经济紧缩和发展停滞。美国高负债情况持续也将更难应对通胀，因为货币政策制定者已经无法在避免大幅增加不可持续的偿债法案

的情况下提高利率。

但债务危机是不可避免的吗？我不这么认为。

虽然保持财政纪律有助于控制债务水平，但无论是在政治上还是在算术上而言，要在美国需要大幅削减债务的基础上，提高税收或削减开支是非常困难的。除此之外，另一条出路是寻求**经济增长**。如果美国的GDP在未来五年内平均增长3%（实际增长，而非名义增长），那么美国的债务对GDP比率将可保持在120%的水平——虽然还是较高，但也属合理水平。

我必须明确指出：要达到3%的经济增长是一个非常高的要求，尤其是美国正面临劳动力老龄化的挑战。这将需要政策制定者把重点放到经济发展之上。我们不能再把债务看作是可以增加税收和削减开支来解决的问题。美国应对债务的努力必须以**促进经济增长的政策**为中心，包括利用资本市场来实现经济增长的最佳催化剂之一——基础设施建设，尤其是**能源基础设施**。

## 能源务实主义

基础设施行业覆盖广泛，包括道路、桥梁、港口、机场、移动通信塔等，而贝莱德认为**能源基础设施**正面临最庞大的投资需求。

为什么会是能源行业？因为该行业正同时面临两个状况。

首先是“**能源转型**”。这是一个大的结构性趋势，是由占全球90%GDP的国家所带动的主要经济趋势<sup>46</sup>。由于目前很多地方以风能和太阳能发电已经比大部分以化石燃料发电的成本便宜，这些国家正在竞相安装可再生能源项目，以应对气候变化<sup>47</sup>。这场能源转型行动在市场上产生了连锁反应，为包括贝莱德客户在内的投资者带来了风险和机遇。

早在2020年，我就开始提出讨论能源转型。这个议题自此在美国变成一个更具争议性的问题，但在争辩以外，很多事情仍然没有很大的改变。市场仍在大力投资脱碳。例如，净零排放仍然是大多数贝莱德欧洲客户所投资的重中之重<sup>48</sup>。如今，市场对**能源安全**的关注进一步扩大了对清洁能源的需求。

自70年代石油危机以来（可能早在工业革命早期），各国政府一直在追求能源安全，因此这不是一个新趋势。事实上，2020年我在撰写关于可持续发展投资的信函的同年，也致函客户，提到各国仍然需要生产石油和天然气来满足能源需求。

当时我提到全球大部份地区在“若干年内只有继续依赖碳氢化合物”才可以实现能源安全<sup>49</sup>。

“

**这正是**在能源务实主义的联合旗帜下，你会听到越来越多领导人共同探讨脱碳及能源安全的部分原因。**”**

2022年，当俄乌冲突爆发之时，能源安全这个概念受到了更多的关注。这场冲突扰乱了全球的石油和天然气供应，导致了严重的能源通胀，尤其是在欧洲。英国、挪威和27个欧盟国家不得不共同花费8,000亿欧元来补贴能源账单<sup>50</sup>。

这正是**在能源务实主义的联合旗帜下，你会听到越来越多领导人共同探讨脱碳及能源安全的部分原因。**

如上文所述，我去年到访了17个国家，花了很多时间与负责为他们的家庭和企业供电的人交流，包括国家总理到电网的运营人员。我听到的信息与你经常从极左翼和极右翼组织那里听到的信息完全相反，这些极端组织认为各国必须在可再生能源以及石油和天然气之间做出选择。这些领导人却认为，两者仍是世界所需要的。他们看待能源议题都比较务实而非固执己见，即使是他们之中最具备气候意识的人也认为，长期的脱碳路径未来一段时间内仍然偶有需要依赖碳氢化合物。

德国很好的佐证了依循能源务实主义仍然可以实现脱碳。德国是应对气候变化最坚定的国家之一，并在风能和太阳

能方面进行了大量投资。但有时柏林没有风吹，慕尼黑也没有阳光。遇到这样的情况，德国仍然需要依靠天然气作为“可调度电力”。该国过去是从俄罗斯输入天然气，但现在需要寻找其他供气来源。因此，他们正在建造更多的天然气设施，以便从世界各地的其他供应商进口天然气<sup>51</sup>。

或者参考一下没有受到俄乌冲突影响，但也同样正面临类似能源挑战的德克萨斯州。该州是美国经济发展最迅速的地区之一<sup>52</sup>，对能源的需求迅猛，将当地电网ERCOT的使用率推向了极限<sup>53</sup>。

目前，德克萨斯州使用可再生能源占比28%<sup>54</sup>——比整个美国高出6%<sup>55</sup>。但是，如果没有额外的一万兆瓦可调度电力（部分可能需要来自天然气），该州或会继续面临对经济造成破坏的限电情况。今年二月，贝莱德在休斯敦协助筹办能源峰会，让与会投资者和政策制定者共同商讨解决方案。

德克萨斯州和德国是实现能源转型很好的案例。如我在2020年的信函中表示，能源转型必须要“公平”才可以成功。没有人会希望以放弃冬天给家里供暖或夏天给家里降温的方法来支持脱碳，又或者这样做的成本会高得令人望而却步。

从2020年起，经济学家们开始使用更为大众化的语言来解释什么是公平的能源转型。“绿色溢价”是其中一个重要概念。这是为“走向绿色”而支付的附加费用——例如，从汽油驱动的汽车转向驾驶电动汽车。绿色溢价越低，代表更易负担，这样的脱碳行为就越公平。

这就是资本市场力量可以发挥巨大作用的地方。私募投资

可以帮助能源公司降低创新成本,并协助它们在全球范围内增加规模。去年,贝莱德代表客户投资了十多个这样的能源转型项目。我们与东南亚的能源开发商合作,为泰国和菲律宾的开发商分别筹建超过一千兆瓦太阳能发电量的相关项目(足以为一座城市供电)提供资金<sup>56</sup>,我们还投资了位于肯尼亚图尔卡纳湖(Lake Turkana)的非洲最大风电场,目前该风电场产能占该国12%的电力供应<sup>57</sup>。

贝莱德还投资了一些处于早期开发阶段的技术,例如一家正在建造巨型“热岩”电池、名为Antora Energy的公司。该公司在风能或太阳能价格便宜且供应充足时,可用可再生能源加热碳块。这些热电池加热后的热度可高达2,400摄氏度,亮度可超过太阳<sup>58</sup>。即使没有阳光照射,或者没有风吹,这些热量足够全天不间断的为大型工业设施供电。

贝莱德通过与投资公司淡马锡合作成立的Decarbonization Partners投资到Antora。我们的资金将有助Antora扩大规模,为工业客户提供价值数十亿美元的零排放能源<sup>59</sup>。(未来,这些热电池在不涉及碳排放的情况下,或有助于解决如德克萨斯州和德国般所面临的可调度电力问题。)

最后介绍的一项技术是碳捕存(carbon capture)。去年,贝莱德旗下的一只基础设施基金投资了一个名为STRATOS的项目,涉资5.5亿美元,该项目将在2025年完工时会成为全球最大的直接空气捕存设施<sup>60</sup>。其中有趣的是,该项目由德克萨斯州的大型能源公司西方石油公司(Occidental Petroleum)建造。

能源市场并不是简单的把石油和天然气生产商,与新型清洁

能源公司和气候技术公司区分起来。很多公司,如西方石油公司,是两者兼而有之,这正是贝莱德从未支持从传统能源公司撤资的主要原因,因为这些公司也是脱碳的先驱。

时至今日,贝莱德代表客户向传统能源公司投资了超过3,000亿美元的资金。其中美国的投资超过一半,占1,700亿美元<sup>61</sup>。我们投资这些能源公司的原因十分简单:这是我们客户的资金。如果他们希望投资碳氢化合物,我们会加以协助寻找合适投资机会,就如我们为客户投资约1,380亿美元到能源转型投资策略一样。遵循客户的委托是我们作为资产管理公司的责任。

我也理解大家在谈到能源时为何会有不同的偏好。脱碳和能源安全是推动更多能源基础设施需求的两大宏观经济趋势,这些趋势有时是相互竞争,有时是互补,例如使用先进电池为电网脱碳,同时也可以减少对海外电力供应的依赖。

关键是:能源转型并不是直线进行的。正如我此前多次提及,能源转型在全球不同地区以不同的方式和不同的速度发展。贝莱德的工作是无论身在怎样的环境,都有责任帮助客户把握能源市场重大变化带来的投资机会。

## **贝莱德下一阶段的业务转型**

为客户在发展蓬勃的基础设施市场寻找投资机会的同时,我们也寻求公司业务自身的转型。在本节的开篇,我提到盖特威克机场的所有者全球基础建设合伙公司(GIP)。今年一月,

贝莱德宣布收购GIP。

为什么会选择GIP?贝莱德自身的基础设施投资业务在过去几年中一直在快速增长,但我们需要进一步加快增长以满足客户需求。

不仅仅是财政困难的政府需要为其基础设施寻找替代融资,私营机构也有同样的需要。私营机构在全球各地都有庞大的基础设施投资和运营足迹。手机信号塔和输送化学品原料的管道是很好的例子。这些资产所有者越来越希望寻找融资伙伴,而不是用其资产负债表独力承担基础设施的全部成本。

在我一直考虑这个发展趋势的时候,跟一位老同事Bayo Ogunlesi通电话。

Bayo和我的金融职业生涯都始于第一波士顿投资银行,但后来我们走上了不同的职业发展道路。我在第一波士顿一连串的交易中令公司损失了1亿美元(.....好吧,没有人想再听那个故事)。但它促使我(和其他贝莱德合伙人)决心为固定收益市场打造更好的风险管理。与此同时,Bayo和他的团队也在私募市场开拓现代基础设施投资。

现在,我们计划再次联手。这将为我们的客户带来更多更好的基础设施投资机会,以保持灯亮、飞机飞行、火车行驶以及手机服务网络顺畅运行。



## 更多关于贝莱德2023年业绩

随着全球面临基础设施、国家债务、退休养老等方面的挑战，资本市场将在全球经济中发挥更大的作用。我们将需要资本的力量来协助解决这些21世纪中叶的主要经济问题。

贝莱德通过与客户的合作更好阐明这个情况。我们比以往任何时候更努力与客户保持紧密的联系，希望助力客户把握这些趋势。

过去五年，贝莱德受托于数千名客户，为全球数千万人管理超过1.9万亿美元的净新资产。数以千计的客户使用我们的技术来管理投资组合的风险和支持他们自身业务的增长和商业灵活性。业务多年的内生增长，加上资本市场的长期增长，我们管理的客户资产在2023年增长了超过1.4万亿美元，总规模达到10万亿美元。

无论经济顺逆，或是客户在增减风险，我们的内生增长一直处于行业领先水平，显示客户正在通过贝莱德整合更多的投资组合。2023年，在市场快速变化和客户着力为投资组合去风险化的环境下，客户委托我们管理的净新资产达2,890亿美元。

贝莱德商业模式的差异化让我们能够继续与客户一起成长，基础管理费用维持正增长。无论市场环境如何，即使大多数同业都面对资金外流，我们仍实现了业务增长。

回想起2016年和2018年，市场不确定性和谨慎情绪影响了机构和个人投资者的投资行为，许多客户选择降低风险

并转向增加现金水平。即使如此，贝莱德仍然与客户保持紧密联系，聚焦做好投资业绩、开发创新产品和技术，以及为客户投资组合设计提供建议。当客户准备好更积极地重投市场，他们就选择与贝莱德合作，带动我们刷新客户资金流入的新纪录，基础管理费用增长达到甚至超过我们的目标。

资金流量和基础管理费用增速一直延伸至2023年底，在第四季度录得960亿美元的资金净流入，并以强劲的势头进入2024年。

在2024年，我计划继续2023年所做过的事，就是多花时间去拜访客户。今年以来，我已经多次到访美国各州和全球各地，而企业和客户更明确的表示希望与贝莱德合作。

对于我们投资的企业，他们欣赏我们是长期、稳定的投资者。无论是债务还是股权投资、IPO前期还是上市后的投资，我们一般在周期初段已经开始投资，并在市场周期中继续投资。企业看中是贝莱德的全球关系网络、品牌以及对市场和行业的专业知识。这使我们成为具有价值的合作伙伴，同时也有助于我们为客户寻找新投资项目及带来投资回报。

在过去的18个月里，我们为客户寻找并执行了多个投资项目。除了STRATOS直接空气捕存设施项目外，我们旗下的基金与AT&T合作开展了Gigapower合资公司，在美国各地社区建立宽带网络。我们还在全球范围内进行了其他投资，我们还在全球范围内进行了其他投资，包括巴西的Brasol、韩国的AirFirst、澳大利亚的Akaysha Energy和肯尼亚的Lake Turkana风电场等。

贝莱德能够为客户寻找专有投资项目的能力,是客户希望投资到的我们的私募市场投资策略上的主要原因。私募市场投资策略在基础设施和私人信贷投资的推动下,2023年实现净流入140亿美元。我们预期这些资产类别将继续成为未来几年贝莱德在另类投资方面的主要增长动力。

在主动投资方面,我们的市场洞察力、专业知识和亮丽的投资业绩同样使贝莱德在市场上脱颖而出。与行业资金流出的情况相比,2023年我们的主动投资实现净流入接近600亿美元。

在ETF方面,2023年贝莱德创下了行业领先的1,860亿美元净流入。我们在ETF行业的长期领导地位再次证明了我们享有全球平台和紧密客户关系的优势。

经历过一个又一个的市场周期,我们知道如果能让投资更便捷、更实惠,就能迅速吸引新客户。我们正在利用本土市场的数字财富平台来提供更多的投资渠道,并加速iShares ETF的内生增长。

在欧洲、中东和非洲地区,贝莱德通过与众多银行和经纪平台合作,包括Trade Republic、Scalable Capital、ING、Lloyds和Nordnet,为终端投资者提供ETF储蓄计划。这些合作伙伴将有助数百万人更容易接触投资,并奉行长期投资以实现财富幸福。

2023年,我们还宣布了对Upvest的少数股权投资,为欧洲投资者推动创新,提供更便宜、更简单的途径开始进行投资。

我们亦与英国领先的数字银行Monzo合作,通过其应用程序为客户提供我们的产品,最低投资额低至1英镑。通过这些合作关系,我们不断推进iShares ETF的业务发展,以更深入全球市场。

Aladdin是将整家贝莱德串联起来的系统,是投资组合的语言,也是我们为客户提供跨平台服务的基础。Aladdin不仅是贝莱德的关键技术,也为我们许多客户服务。对综合数据和风险分析的需求,以及对公募和私募市场的全投资组合视图的需求,带动年度合同价值(ACV)的增长。

2023年,我们的技术服务收入为15亿美元。Aladdin销售当中超过50%是涉及多种产品,其强劲的业绩表现反映客户希望与Aladdin一起成长和壮大。

展望未来,客户需要对投资组合进行风险调整将为我们的公募以及私募市场投资业务创造巨大的发展前景,客户也将需要综合技术来协助他们在大规模运营的情况下保持灵活性。

投资者建立投资组合的方式当下正在发生全面的调整。贝莱德正协助投资者建立“未来投资组合”,以数字化兼容的方式整合公募市场和私募市场的投资策略。我们认为这些变化是贝莱德业务增长的重要催化剂。凭借我们建立的多元化投资和技术平台,我们已经为未来数年的结构性变化做好准备。

## 为贝莱德的未来发展做好定位

要提前洞悉客户的需要,我们除了不断创新和发展业务外,也需要同步调整我们的企业组织结构和领导团队。

我们在年初公布了一系列业务及架构重组,为更好地满足客户的需求做好准备,并把贝莱德打造成为客户期望从中获取市场见解、解决方案和投资成果建议的理想合作伙伴。

多年来,贝莱德一直为客户从全投资组合角度管理资产,尽管ETF、主动投资型共同基金和独立账户等具备不同的产品结构。

现在,产品之间的传统界限正在变得模糊。客户建立的投资组合已经无缝结合主动和指数策略,包括投资于流动性和非流动性资产,横跨公募和私募市场,跨越ETF、共同基金和独立账户等产品结构。

贝莱德在扩大ETF市场方面发挥了重要的作用,让更多投资者能够接触到ETF,并提供新的资产类别(如债券)和投资策略(如主动型)。ETF因此不再只是一个指数概念,更通过高效结构覆盖了一系列投资解决方案。

我们一直将ETF视为一种技术,一种促进投资的技术。正如Aladdin技术已成为资产管理的核心一样,ETF也是如此。这让我们相信,把ETF和指数业务融入整家公司将有助贝莱德加快iShares和每一项投资策略业务的增长。

通过新的业务架构,我们将能更灵活地服务客户、与其更紧

密地保持一致的目标,旨在提供更优质的服务体验、更好的投资业绩、和更理想的投资成果。

## 投票选择

资本市场的健康发展有赖于公司与投资者之间相互持续反馈意见。十多年来,贝莱德一直致力于为客户改善与所投资企业之间的沟通。

我们通过建立一个行业领先的尽责管理计划,专注于就影响客户长期经济利益的议题与所投资企业进行沟通。这涉及了解企业如何应对他们面临的风险和发展机遇——例如,地缘政治碎片化如何重塑其供应链,或更高的借贷成本如何影响其实现持续盈利增长的能力。

为此,我们建立了全球最大的尽责管理团队之一,并经常与我们的投资团队一起与企业进行沟通。因为我们从未认可行业对少数代理投票顾问的依赖程度。贝莱德明白客户会希望我们根据与企业的持续对话做出独立的代理投票决定——这一理念至今仍是我们的尽责管理工作的基础。对于委托我们履行这一重要责任的客户,我们将继续坚定不移地代表他们,鼓励所投资企业奉行健全的公司治理实践和维持财务的稳健。

对于希望在代理投票过程中表达更直接意见的客户,我们将继续创新来提供更多选择。2022年,贝莱德成为业内首家推出投票选择计划(Voting Choice)的资产管理公司,让机构投资者参与代理投票过程。至今,我们管理的指数股票

资产中约有一半可以使用投票选择计划,并在今年2月为最大的核心S&P500ETF开展试行计划,让个人投资者首次提供投票选择权。

我们欢迎在公司治理方面有更多的市场声音,并相信可以进一步加强股东民主。我相信,如果能够提供更多的信息加强了解,就能让更多的资产所有者参与这一重要进程。我们对他们的参与和代理投票生态系统的持续转型感到鼓舞,同时相信更多代理投票顾问的参与将可让资产管理行业受益。

## 长期增长战略

36年来,贝莱德一直以倾听客户的需求为主导,并不断发展,帮助他们实现长期目标。这一承诺一直是贝莱德所做的一切的背后意义,无论是通过iShares开拓新市场,推动全投资组合咨询业务的创新,为投资者推出Aladdin的应用等等。客户一直是我们的思路及制定业务增长战略的基石,为投资于业务拓展的方向提供指引。

技术和咨询的独特结合,以及ETF、主动投资和私募市场投资的能力,使我们能够提供更好的客户体验——客户可通过贝莱德整合投资组合,或聘请我们提供完整的外包解决方案。我们相信,这将有助推动未来业务的持续差异化有机增长。

我们的管理团队和董事会每年均会评估贝莱德的增长战略。我们会不断思考、挑战自己:这种经济环境将为贝莱德和我们的客户创造哪些机会,我们还能做些什么来满足和预判客户的需求?我们应如何调整我们的组织、运营结构、

投资能力和服务模式,并在此过程中保持行业领先地位?

我们对公司的发展战略、规模化运营及执行严谨的开支纪律充满信心。公司的发展战略仍然以拓展Aladdin、ETF和私募市场投资为中心,将追求阿尔法(alpha)作为贝莱德的核心,在可持续发展投资方面保持领先地位,并为客户提供全投资组合的建议。

我们不断为业务拓展进行投资,对客户的需求进行预判,并投资发展私募市场、ETF、技术和全投资组合解决方案等方面,以期实现有机增长和增加效率。

我们已做好准备,加快发展,把握私募市场的结构性增长趋势。无论是投资于急需建设的基础设施,还是银行和公共贷款机构减少对中小型企业提供借贷而带动对私人信贷的需求,皆反映私募资金将是不可或缺的。贝莱德准备以我们的运营规模、寻找专有投资项目的能力和强劲的往绩来扩大市场份额。我们相信,收购GIP的计划将显著地加快我们为客户提供私募市场投资项目的能力。

在ETF方面,我们将继续通过扩大全球投资准入和追求创新来引领行业发展。ETF是一种适应性强的金融技术,随着时间的变迁,我们已经能够利用ETF做更多的事情,而不仅仅只是令ETF投资更实惠。我们能够为透明度不够的市场带来更好的流动性和价格发现。最近的例子是通过ETF,为大众提供比特币仓位的投资机会。

ETF在美国市场一直是一个非凡的增长故事,iShares的市场份额一直领先。我们认为ETF的全球广泛应用将会加速,



就如多年前美国的买方投顾业务和智能投顾业务的增长态势。2023年,近一半iShares净流入是来自我们在不同本土市场供应的全球上市ETF,其中欧洲iShares净流入达700亿美元。

主动资产配置、个股选择和风险管理一直是影响长期回报的关键因素。我们在多资产、固定收益和股票方面的主动投资团队处于有利地位,能够抓住这一轮由新的利率环境和市场不确定性带来的广泛投资机会。我们对固定收益的机遇以及人工智能如何推动系统性投资业务的投资成果感到特别兴奋。

与过去15年的低利率环境相比,更高的收益率和更好回报潜力让固定收益在整个投资组合的构建中越来越重要。现在,美国十年期国债的利率接近长期平均水平,客户正在重新考虑债券的配置。

贝莱德拥有多元化、卓越的固定收益投资平台。这不仅仅是关于我们管理规模接近1.7万亿美元的指数投资,或者只关于规模超过1万亿美元的主动投资。只有贝莱德才能参与一些与资产配置者最有趣的投资组合讨论,包括将ETF与主动投资结合,或者利用创新的主动型ETF等来专业地管理的投资收益解决方案。

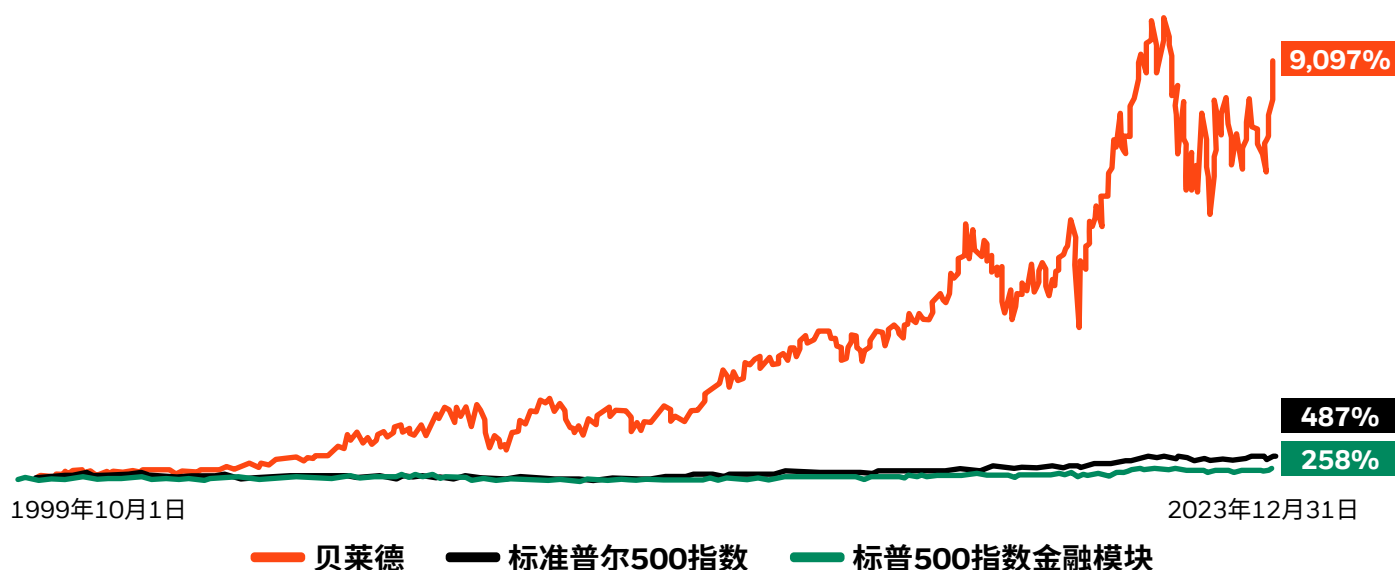
在各个资产类别当中,对综合数据、技术和风险管理的需求将继续推动对Aladdin服务的需求。Aladdin平台这个动态生态系统有超过130,000名用户,不断追求创新及改进。通过对Aladdin人工智能的投资,加强开放性以支持生态系统伙伴关系,以及推进包括私募市场和数字资产在内的全投

资组合解决方案, Aladdin的价值将进一步提升。

我们很荣幸客户在2023年委托管理2,890亿美元的净新增资产。在过去的几个月里,市场和客户的情绪和整体气氛明显变得更加积极,我非常有信心这种氛围将在2024年得以持续。

**自1999年首次公开募股以来, 贝莱德的适应、演变和成长能力已为股东创造了9,000%的总回报。这远远超过标准普尔500指数的490%的回报率, 是服务于所有利益相关者的商业模式典范。**

贝莱德首次公开募股以来的总回报(至2023年12月31日)



资料来源:S&P Global。图表并不一定代表未来的投资表现。

## 我们的董事会

贝莱德的董事会在公司的战略发展、企业成长和业务成功中发挥着不可或缺的作用。

我们的董事会成员拥有不同的行业经验和背景,使我们能够进行广泛的讨论和辩论。在每次会议上,董事会成员都会审视公司长期业务战略的组成部分,并与领导团队就贝莱德业务面临的战略机遇、优先事项和风险进行建设性对话。这种对话最终推动我们采取既有战术性,也有变革性的举措,为贝莱德建立更美好的未来。这包括我们在今年一月份公布的两项转型举措:公司组织架构战略重组以及收购GIP的协议。

这两项转型变革是自近15年前贝莱德收购巴克莱全球投资公司以来最大型的变革。

待GIP交易完成后, Bayo Ogunlesi将会加入公司董事会。我们将会随着时间的变迁,继续适时调整董事会,以反映我们全球业务的广度,并指导我们怎样更好的预视客户的需求。

## 结语

在过去的36年里,贝莱德从曼哈顿一间小小的办公室里只有8名员工的公司发展成为全球最大的资产管理公司。然而,我们的业务增长对于一个更大的成功故事而言,只属于其中一个细小的部分。

我们的成功故事也包括我的父母在勤奋工作50年后可以安享退休生活的范例。

同样地,这个故事也见证了美国经济安然渡过80年代的Savings & Loans危机以及2008年的金融危机,并迅速反

弹及不断壮大。

我们期望这个故事能够涵盖世界更多人口。国家能够通过经济增长走出债务困境、城市能够为更多家庭供电和修建更多道路,以及人们能够有尊严地度过退休生活。

所有这些故事的成功,有赖于资本市场的力量,以及对前景保持希望而继续投资的人。



## 劳伦斯·芬克

### 贝莱德集团董事长兼首席执行官

注1:根据1960年1月至1990年12月期间的1,000 美元投资。假设把所有股息再投资。过往表现并不代表未来业绩。

注2:美联储历史,“储蓄和贷款危机”

注3:OCED经济调查:美国(2016年)

注4:证券业与金融市场协会,《资本市场概况》(2023年),第6页

注5:世界交易所联合会,2024年2月市场统计,(2024年)

注6:世界经济论坛,老龄化与长寿,(2023年)

注7:联合国,《世界人口老龄化》,(2017年),第8页

注8:《华尔街日报》,日本日经指数首次突破40000点,由人工智能乐观情绪驱动,(2024年)

注9:日本内阁官房,《资产收益翻倍计划》,(2022年),第2页

注10:1.格式改编自Adele M. Hayutin, *New Landscapes of Population Change: A Population World Tour* (Hoover Press, 2022)。数据来自联合国人口分部,《世界人口展望》。(2022年最新更新),中期生育率预测。2. 高峰年是指一个国家劳动年龄人口达到最大值的年份。资料来源:联合国人口统计(截至2022年)。经合组织(截至2023年6月)。世界银行(截至2022年)。

注11:联合国、联合国经社部发布关于老龄化的新报告(2019年)

注12:《纽约时报》杂志,我们能活到200岁吗?(2021年)

注13:美国国家医学图书馆,估计寿命-在二型糖尿病和高心血管风险患者的标准护理中加入Semaglutide后,无新的或复发性重大心血管事件的年数,(2022年)

注14:资料来源1:美国劳工统计局,《美国雇员福利》(2023年),第1页;资料来源2:美国劳工统计局,《行业雇员福利》(1980年),第6页。

注15:BLK估计基于截至2021年12月31日的AUM和截至2020年的Cerulli数据。ETF资产仅包括基于Cerulli数据的合格资产,并假设机构持有的ETF中有9.5%与养老金或退休有关。机构估算包括被定义为“与退休有关”的资产,并基于具有特定退休授权的产品和客户(例如,LifePath、养老金)。根据为拉丁美洲养老基金客户管理的资产(不包括现金)对拉丁美洲的估计。

注16:贝莱德,截至2021年12月31日。美国人总数是根据贝莱德固定缴款和固定福利计划的参与客户估算的。固定缴款数据是根据FERS和ISS Market Intelligence BrightScope针对401(k)和403(b)的活跃参与者的数据估算的。固定供款包括资产超过\$100M+的计划,参与者可以投资一个或多个贝莱德基金;有部份可能不会投资贝莱德。固定福利数字是根据公开文件和养老金和投资,适用于美国20个最大的固定收益计划的参与者总数,这些计划也不是贝莱德的固定缴款客户。

注17:美国劳工统计局,当前人口调查的劳动力统计数据(2023年2月)。

注18:代表参加由贝莱德管理的固定福利计划的公立学校的在职教师总数。不包括弗吉尼亚州、阿拉斯加州和宾夕法尼亚州的养老金客户,因为各州的DB计划不是其参与者的默认计划。公立学校教师人数来自国家教育统计中心对2022学年的预测。根据美国劳工统计局的数据,养老金参与率为89%。截至2022年3月。

注19:社会保障,1900-2100年美国社会保障区s表,图3a

注20:社会保障,何时开始领取退休金,(2023年),第2页

注21:社会保障,摘要:社会保障信托基金的精算状况,(2023)

注22:荷兰政府,为什么国家养老金年龄在增加?(译自荷兰语)

注23:美国劳工统计局,平民劳动力参与率,(2000-2024)

注24:美国人口普查局,《收入与计划参与调查》(2022年)

注25:美联储,《2022年美国家庭经济福祉报告》,(2023年),第2页

注26:贝莱德,《紧急储蓄计划:影响和经验教训报告》,(2019-2022年),第2页

注27:贝莱德,《紧急储蓄计划:影响和经验教训报告》,(2019-2022年),第12页

注28:贝莱德,什么是目标日期基金?

注29:美国退休人员协会,美国退休人员协会的新研究:近一半的美国人在工作中无法获得退休计划,(2022年)

注30:中央情报局:世界概况,国家人口比较(2023年估计值)

注31:经合组织,《2023年养老金概览》,(2023年),第222页

注32:乔治城大学退休计划中心,国家促进的退休储蓄计划:计划设计特征的快照,(2023年)

注33:澳大利亚议会,退休金和退休收入

注34:人类利益,401(k)自动注册的力量,(2024年)

注35:贝莱德,《花还是不花?》,(2023年),第5页

注36:信息来源1:The Wall Street Journal,《花还是不花?》,(2023年),第5页

注37:美国商会,美国商会声明,(2012年),第3页

注38:《哈佛商业评论》,太多员工在离职时兑现他们的401(k)s,(2023年)

注39:《华尔街日报》,将Z世代变成美国最幻灭选民的艰难岁月,(2024年)

注40:英国《金融时报》,Abeyayo Ogunlesi 的逆向押注如何导致125亿美元的贝莱德合作,(2024年)

注41:美国民用工程师协会(ASCE),2021年美国基础设施报告(2021),第5页

注42:国际货币基金组织,《全球债务重回上升趋势》(2023)

注43:财政部——债务与一分钱。2020年3月债务为23.4万亿美元,2024年3月债务为34.5万亿美元。

注44:《华尔街日报》,1万亿美元的难题:美国政府不断增加的债务法案,(2024年)

注45:美国财政部,表5:美国国债的主要外国持有者

注46:截至2024年3月。净零追踪器, <https://zerotracker.net> (最后访问时间为2024年3月18日)。

注47:美通社,清洁能源之年:尽管面临经济挑战,风能、太阳能和电池仍在增长(2023)

注48:贝莱德艾瑞咨询全球调查,样本量n=200,2023年5月至6月。调查涵盖了机构投资者对转型投资的态度、方法、障碍和机会。83%的欧洲、中东和非洲地区受访者表示将到2050年或其他日期实现净零排放作为其投资组合。<https://www.BlackRock.com/corporate/literature/brochure/global-transition-investing-survey.pdf>

注49:贝莱德2020年致客户的信,可持续发展是贝莱德投资的新标准,(2020年)

注50:路透社,欧洲在能源危机上的支出接近8000亿欧元,(2023年)

注51:《纽约时报》,德国宣布建立新的LNG设施,称其为俄罗斯能源的绿色举措(2022年)

注52:德克萨斯州2023年经济预测

注53:德克萨斯州达拉斯联邦储备银行,电网仍然容易受到极端天气事件的影响,(2023年)

注54:美国能源信息署:电力数据浏览器

注55:美国能源信息署,太阳能和风能将引领未来两年美国发电的增长,(2024)

注56:贝莱德另类投资,CFP,2023年

注57:肯尼亚电力公司,年度报告和财务报表,(2022)

注58:路透社、贝莱德、淡马锡合作成立的公司向“热石”电池制造商Antora投资1.5亿美元(2024年)

注59:美国商业资讯,Antora Energy筹集1.5亿美元用于削减工业排放并刺激美国制造业,(2024年)

注60:Oxy、Occidental和BlackRock成立合资企业,开发世界上最大的直接空气捕存工厂STRATOS(2023年)

注61:截至2022年6月30日。“能源公司”是指被归类为属于GICS-1能源部门的公司。

风险提示：

本文仅作参考资料和教育用途，不应构成买卖任何证券或采取任何投资策略之建议、募集或劝诱。本文(视频)所载之讯息及意见取自贝莱德基金认为可靠的专属和非专属来源，并不一定涵盖所有数据，且无法保证其准确性。因此，并未对其准确性或可靠性作出保证，而贝莱德基金及其人员、雇员或代理商不会对任何其他形式的错误及遗漏所引致的责任负责(包括因疏忽而对任何人士负责)。本文(视频)可能含有非仅基于过往信息而提供之「前瞻性」信息。有关信息可能涵盖(其中包括)预计及预测。并不保证任何作出之预测将会实现。读者须全权自行决定是否倚赖本文件所提供的信息。本文(视频)仅编制以供参考用，并不构成提供或赖以作为会计、法律或税务建议。

投资有风险，投资需谨慎。基金管理人与股东之间实行业务隔离制度。具体产品信息详见基金法律文件。基金管理人提醒您基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险，由您自行承担。基金管理人不对基金投资收益做出任何承诺或保证。

© 2024 贝莱德集团版权所有。任何其他商标归属于其各自的所有人。

CBOH0324A/S-3475004