



【2019】第 23 期 总第 127 期

中国证券投资基金业协会

2019 年 9 月 11 日

---

## 关于养老目标基金系列化发展的分析

**【摘要】**养老目标基金作为主要满足投资者养老需求的基金产品，需要具备持久的生命力，才能陪伴投资者度过全生命周期。研究发现，境外养老目标基金呈现系列化发展的特征，“系列化”的核心是产品风险管理方案的一致性，管理人从产品设计、投资目标、业绩比较基准、投资团队、子基金选择等多方面保障风险管理方案一致性的落实，最终使得同一系列的产品始终保持风险收益特征的一致和稳定。坚持“系列化”，能够对养老目标基金的发展、管理人资产配置能力的提升发挥“四两拨千斤”的作用。我们建议中国养老目标基金应当高度重视“系列化”的发展路径，注重保持风险收益特征的一致性和稳定性，为投资者提供更加简单、专业的养老金投资服务。

## 一、养老目标基金呈现系列化发展的特征

养老目标基金自 20 世纪 90 年代初诞生以来，至今已有近 30 年的历史，全球规模达到 1.5 万亿美元。通过研究美国、加拿大、澳大利亚、英国等养老目标基金规模较大的国家的情况，我们发现，与其他类型基金不同，养老目标基金呈现明显的“系列化”特征。美国养老目标基金占比最高，数据可得性最强，我们以美国养老目标基金为例，对养老目标基金的系列化发展进行了系统研究。

截至 2018 年底，美国目标日期基金的规模达到 1.07 万亿美元，占全球目标日期基金的 98%，目标风险基金规模为 0.36 万亿美元，同样处于全球领先地位。美国主要基金管理人管理的目标日期基金和目标风险基金均为系列化的产品布局(表 1)。一个管理人基本上只提供一个系列的目标日期基金和一个系列的目标风险基金，个别管理人会提供两个系列。目标日期基金方面，有的管理人还细分了多个子系列，划分子系列的依据主要包括客户类型（机构客户或零售客户）、母基金管理方式（主动或被动）、子基金类型（主动、被动或兼而有之）等。

表 1 美国主要的养老目标基金呈现“系列化”特征（截至 2018 年底）

管理人	目标日期系列	子系列	规模（10 亿美元）	目标风险系列	规模（10 亿美元）
Vanguard	Target Date Retirement	Target Date Retirement	234.22	Lifestrategy	41.39
		Institutional Target Date Retirement	161.95		
Fidelity	Freedom	Freedom	167.16	Asset Manager	26.19
		Flex Freedom	0.001		
		Advisor Freedom	16.32		
		Freedom Index	27.09		
		Freedom Blend	0.04		

T. Rowe Price	Retirement	-	140.55	Personal Strategy	6.35
	Target	-	1.75	Spectrum	11.04
American Funds	Target Date Retirement	-	104.37	Retirement Income Portfolio	2.16
JPMorgan	SmartRetirement	SmartRetirement	44.45	Investor	12.41
		SmartRetirement Blend	5.82		
TIAA Investments	TIAA-CREF Lifecycle	TIAA-CREF Lifecycle	29.35	TIAA-CREF Lifestyle	0.86
		TIAA-CREF Lifecycle Index	15.78		
BlackRock	LifePath	LifePath Dynamic	1.08	Target Allocation	1.62
		LifePath Index	26.85		
		LifePath Smart Beta	0.14		

数据来源：各基金管理公司官方网站,晨星

表 1 显示，7 家管理人的目标日期基金的管理规模均超过 100 亿美元，目标风险基金的管理规模也多在 10 亿美元以上，但除了 T. Rowe Price 之外，都只提供一个系列的目标日期基金和一个系列的目标风险基金。

## 二、养老目标基金系列化发展的原因探析

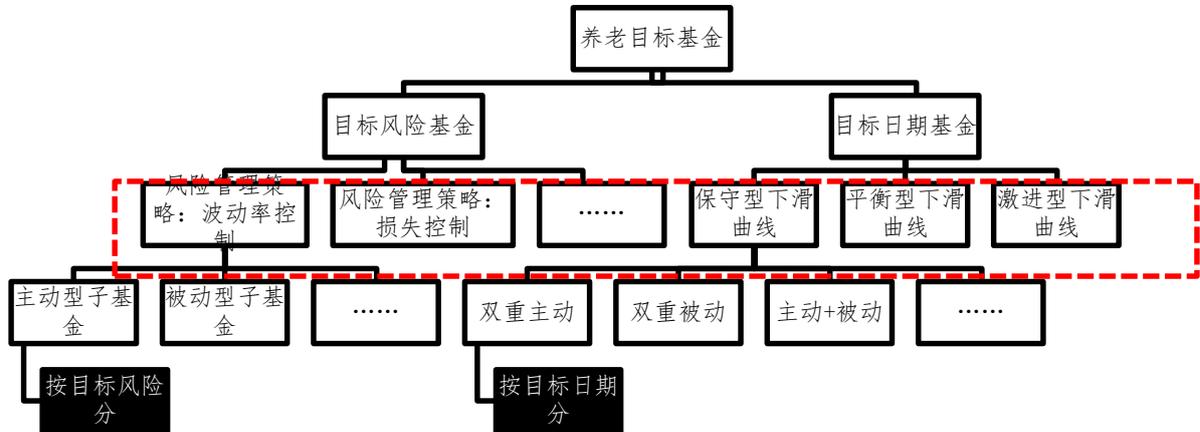
养老目标基金系列化发展，表面上看是一组产品采用同样的名称，实质上是一组产品采用同一套风险管理方案，从而实现“实符其名”。

### （一）衡量产品是“同系列”的主要标准是采用同一套风险管理方案

同系列养老目标基金最重要的标志是基于同一套风险管理方案，为投资者提供一致的养老投资解决方案。目标风险基金是静态的风险管理，而目标日期基金是动态的风险管理，实质

上是通过下滑曲线，将目标风险基金在时间维度上动态呈现。

图 1 养老目标基金系列划分可用标准示例



### 1、同系列目标风险基金采用相同的风险管理方案

目标风险基金旨在通过锚定权益和债券资产在基金中的占比，将基金的风险水平维持恒定。因此，风险管理是目标风险基金的核心。目标风险基金的名称往往含“保守”、“平衡”、“激进”等用语，为不同风险偏好的投资者提供一站式资产配置方案。

美国绝大多数管理人旗下只提供一个系列的目标风险基金，该系列产品采用相同的风险管理方案，具体表现为采用相同的风险衡量标准、风险等级划分和风险持续管理策略等。风险衡量标准上，较多机构将风险界定为资产的波动性（如 Vanguard 和 Allianz，后者甚至直接用目标波动率命名不同风险的产品），有的则定位于投资可能会赔钱，或者赚的钱不及预期的可能性（AXA Equitable 和 T. Rowe Price），也有的会兼顾资产波动性和本金损失（Fidelity 和 American Funds）。风险等级划分上，基本都是根据大类资产配置中权益资产的占比划分风险等级，即随着风险等级的提高，权益资产配置比重增加，基金的投资目

标也从追求当期的现金收入转向长期的资产增值。各管理人针对同样风险等级对应的权益资产比例可能存在差异。**风险持续管理策略**上，部分机构在战略资产配置下同时纳入了战术调整，如 BlackRock 股债资产配比允许有 10%的战术调整，投资组合每季度在其目标资产配置比例的 5%以内进行再平衡。T. Rowe Price 则允许每一细类资产的投资存在最多 20%的浮动空间。Vanguard 则严格遵守静态的战略配置比例要求，不做调整。

当外部环境发生变化时，目标风险基金的风险管理方案可能发生调整，如 Vanguard 在 2015 年提高了国际股票和国际债券的配置比例。**需要强调的是，这种调整不针对单个产品，而是适用于系列内所有产品。**

极个别管理人会提供超过一个系列的目标风险基金，如 T. Rowe Price 旗下有 Spectrum 和 Personal Strategy 两个系列，主要区别是前者以 FOF 形式运作，后者直接投资于股票、债券等底层资产。

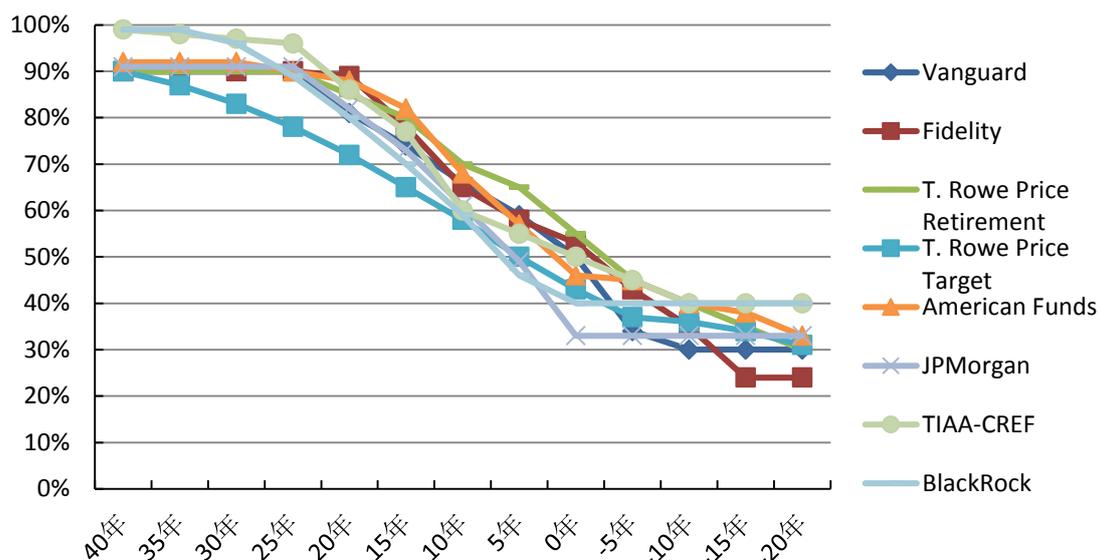
## 2、同系列目标日期基金采用同一条下滑曲线

目标日期基金作为目标风险基金在时间序列上的动态呈现，**核心是通过下滑曲线提供风险管理方案。**下滑曲线是生命周期跨度下，资产配置比例随时间调整的路径，平衡养老金投资者在各个年龄段的风险承受能力和预期收益，以达到长期养老投资目标。

大多数管理人只提供一个系列的目标日期基金，采用同一条下滑曲线。下滑曲线的构建方法，反映了不同管理人对投资者一生中总体风险水平、不同阶段的风险承受能力、不同资产

的风险收益特征等方面的设定差异。具体而言，根据不同的到期理念（对长寿风险的控制），下滑曲线可分为“到点型（To）”和“穿点型（Through）”。其中“到点型”在到达目标日期时股债比例即达到最终稳定，保持不变；而“穿点型”下滑曲线在目标日期后股债比例仍旧持续调整。目前来看，“穿点型”下滑曲线占据主流，Vanguard、Fidelity、T. Rowe Price、American Funds、TIAA-CREF 等采用的都是“穿点型”；而采用“到点型”下滑曲线的有 JPMorgan 和 BlackRock。从下滑速度来看，有的是先缓后急，即在年轻阶段较长时间承担较高风险，临近退休时风险快速下降（TIAA-CREF、JPMorgan、American Funds）；有的是先急后缓，即年轻阶段承担风险快速下降，年老时风险比较平稳（JPMorgan、Fidelity）。从下滑起点来看，多数目标日期基金的权益资产从 90% 开始下滑，也有像 TIAA-CREF 和 BlackRock 从接近 100% 的位置开始下滑。

图 1 目标日期基金下滑曲线



数据来源：晨星

确定下滑曲线之后，同系列下所有产品都会采用这条下滑

曲线，产品的差异主要在于不同目标日期处于下滑曲线的不同位置，随着时间的推移，产品的资产配置比例会沿着下滑曲线进行滑降。如果资本市场预期和投资者行为假设等发生变化，基金管理人会对下滑曲线进行调整，调整不针对单个产品，而是适用于系列中的所有产品，从而帮助同一系列的所有目标日期基金更好的实现投资者退休后收入的替代效用。Vanguard、Fidelity 和 T. Rowe Price 都曾对下滑曲线进行调整，如 Fidelity 就曾经在 2013 年全面提升了权益资产比例。

此外，也存在个别公司提供多个系列的目标日期基金。例如 John Hancock 和 T. Rowe Price 都提供两个系列(两条下滑曲线)：一种以对抗长寿风险为主要目标，资产配置更为激进；另一种更加注重控制下行风险和保护本金安全，资产配置更为保守。

## **(二) 同系列产品通过保持其他要素一致，保障其风险收益特征一致性的贯彻落实**

同系列产品除了核心解决方案相同外，还在投资目标、子基金筛选、业绩比较基准、投资人员的安排上表现出一致特征，从而保障同系列产品从设计上到执行上都遵循“一致性”。

### **1、投资目标的设定逻辑一致反映出系列产品对养老目标认知相同**

投资目标明确了基金的投资方向，在大类资产上的选择依据等。美国同系列养老目标基金对于投资目标的设定逻辑一致，即在当期收入和资本增值之间找寻平衡点，每只产品的投资目标差异体现在更侧重当期收入还是资本增值上。

### **2、投资的子基金相同能够将风险差异控制在大类资产和次**

## 级资产配置层面，保障长期风险收益特征的明确

基金的风险主要来源于所投资资产，资产至少可以进一步分为大类资产、次级资产和底层资产三层，层级越高，资产间的风险收益特征差异越大，相关性也越低。研究发现，美国同一子系列养老目标基金的子基金池是相同的，实际投资的子基金也具有很高的重合度，差异仅仅是配置的比例不同。也就是说，同一子系列不同产品主要在大类资产配置和次级资产配置阶段进行风险分级，而尽量在底层资产选择上保持一致，进而保障其长期的风险收益特征具有强区分度。

Vanguard 的目标风险系列基金投资于 4 只完全相同的内部子基金，而目标日期系列基金的子基金池只比目标风险系列基金多 1 只子基金，投资的子基金也几乎相同。其他管理人旗下的养老目标基金系列产品也具有类似特征。

表 2 Vanguard Lifestrategy Fund 子基金投资情况（截至 2018 年底）

子基金（Vanguard 内部基金）	收入	保守成长	稳健成长	成长
Total Bond Market II Index Fund	55.9%	41.9%	27.9%	14%
Total International Bond Index Fund	24.1	18.1	12.1	6.1
Total Stock Market Index Fund	12.1	24.2	36.2	48.1
Total International Stock Index Fund	7.9	15.8	23.8	31.8

资料来源：产品招募说明书

表 3 Vanguard Target Retirement Fund 子基金投资情况（截至 2018 年底）

子基金（Vanguard 内部基金）	Income	2015	2020	2025	2030	2035
Total Stock Market Index	18.1%	24.4%	32.2%	38.0%	42.2%	46.8%
Total International Stock Index	11.9	16.2	21.3	24.9	28.0	30.9
Total Bond Market II Index	37.3	33.1	28.9	26.2	21.1	15.8
Total International Bond Index	15.9	14.1	12.2	10.9	8.7	6.5
Short-Term Inflation-Protected Securities Index	16.8	12.2	5.4	0	0	0
子基金（Vanguard 内部基金）	2040	2045	2050	2055	2060	2065
Total Stock Market Index	51.1%	54.1%	54.0%	54.0%	54.1%	54.2%
Total International Stock Index	33.9	35.9	36.0	36.0	35.9	35.8
Total Bond Market II Index	10.7	7.1	7.1	7.1	7.1	7.0
Total International Bond Index	4.3	2.9	2.9	2.9	2.9	3.0
Short-Term Inflation-Protected Securities Index	0	0	0	0	0	0

资料来源：产品招募说明书

### 3、业绩比较基准指数相同确保系列产品可测可比

业绩比较基准直观的反映了基金的资产配置安排和风险收益特征，为基金的投资策略执行和业绩情况提供了一个准确的度量方法。美国同系列养老目标基金由于核心要素相同，投资范围一致，子基金选择也几乎相同，因此采用相同的业绩比较基准指数才能保证在一致的衡量标尺下进行度量和比较。同系列养老目标基金的业绩比较基准指数大都相同，差异主要是权重的分布不同。对同系列基金来说，业绩比较基准可能随投资范围和比例的调整而动态调整，该调整不针对单一产品，而是针对同系列内所有产品。

**表 4 Vanguard Lifestrategy Fund 业绩比较基准指数和权重（截至 2018 年底）**

比较基准指数	收入	保守成长	稳健成长	成长
Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Float Adjusted Index	56%	42%	28%	14%
Bloomberg Barclays Global Aggregate ex-USD Float Adjusted RIC Capped Index	24	18	12	6
CRSP US Total Market Index	12	24	36	48
FTSE Global All Cap ex US Index	8	16	24	32

资料来源：产品招募说明书

**表 5 Vanguard Target Date Retirement Fund 业绩比较基准指数（截至 2018 年底）**

资产类别	退休收入基金和 2015	2020-2065
美国股票	the CRSP US Total Market Index	
国际股票	the FTSE Global All Cap ex US Index	
美国债券	the Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Float Adjusted Index	
	the Bloomberg Barclays U.S. Treasury Inflation- Protected Securities (TIPS) 0-5 Year Index	-
国际债券	the Bloomberg Barclays Global Aggregate ex-USD Float Adjusted RIC Capped Index	

资料来源：产品招募说明书

注：本表未标明各指数的权重，因为目标日期基金业绩比较基准的权重随着合同约定的资产配置比例动态变化。

### 4、投资经理和投资团队相同保障执行的一致性

产品最终是由投资经理或投资团队管理的，要素设计上的一致性，需要由管理人进行贯彻执行。由相同的投资经理或投资团队管理同系列产品更能保障系列产品遵循一致性。通过分析美国的养老目标基金发现，同系列养老目标基金，甚至同公司旗下不同系列的养老产品都是由相同的投资经理或者投资团队管理的，从而最大程度实现集约化管理。比如 T. Rowe Price 旗下的 Retirement 和 Target 这两个目标日期系列基金均由 Jerome A. Clark 和 Wyatt A. Lee 管理，Spectrum 和 Personal Strategy 这两个目标风险系列基金均由 Charles M. Shriver 管理。富达旗下的 Freedom 有很多子系列都是由 Andrew Dierdorf 和 Brett F. Sumsion 两位管理的。

### **（三）系列产品最终表现为风险收益特征的一致性和稳定性**

系列产品最终应表现出风险收益特征的一致性和稳定性。一致性体现在两方面，一是实际表现与预设一致，即从横向角度看，预设风险程度更高的产品在实际运作中确实承担了更高的风险，长期获得的收益也更高（在相同时期内，对于目标风险基金，高风险产品比低风险产品承担更大的风险，获取更高的收益。对于目标日期基金，到期日晚的产品比到期日早的产品承担更大的风险，获取更高的收益）；二是同系列的目标日期基金随时间推移保持一致性，即同系列下的不同产品在距离到期日时长相同时（比如 10 年），面临的风险收益理论上是一致的。稳定性是指从纵向角度看，一致性表现应当在长期内保持稳定。

#### **1、目标风险基金的一致性和稳定性**

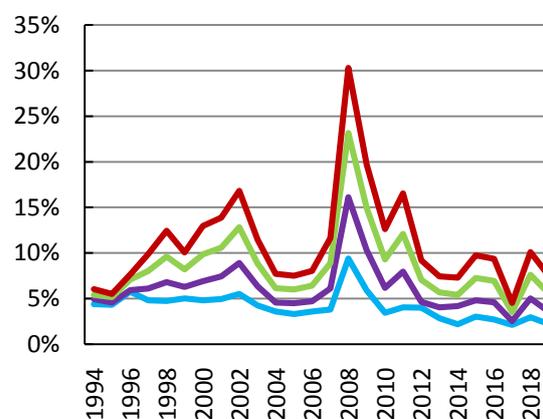
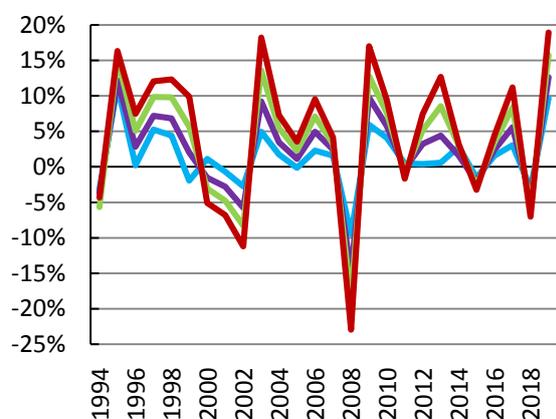
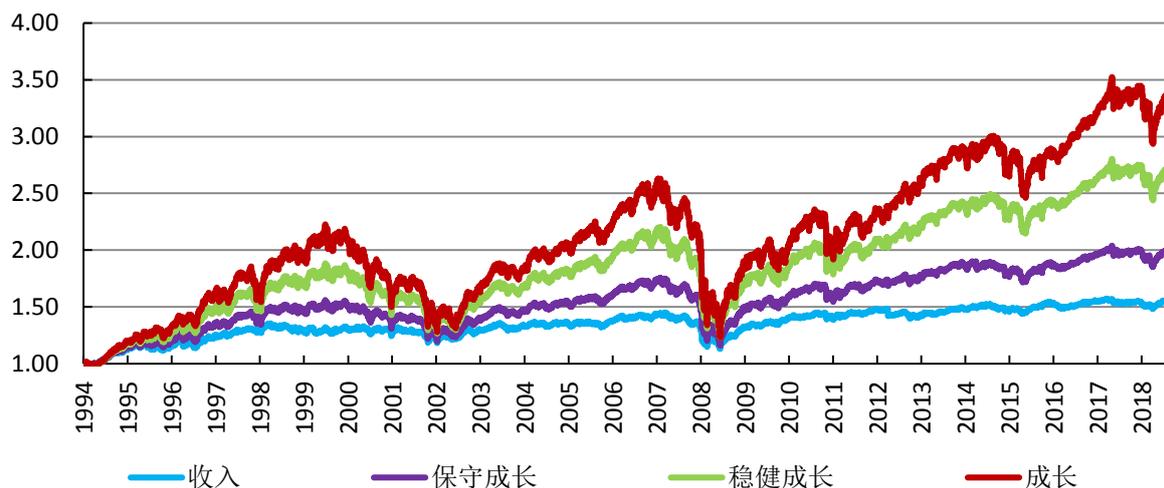
目标风险基金的核心是做到明确的风险分档，使同样时期内，高风险产品确实比低风险产品承担更高风险，获得更高收益。研究发现<sup>1</sup>，不同风险等级的目标风险基金权益仓位比例并不重合，即高风险等级（如成长型）的权益仓位始终高于低风险等级（如平衡型）的权益仓位，以确保目标风险基金在相同风险管理方案下能做到明确的风险分档。

从 Vanguard LifeStrategy 目标风险系列产品可以看出，四个风险等级的产品业绩表现有明显的分化。高风险产品的业绩波动更大，市场好时涨的更多，市场差时则跌的更多（图 3），表现出与产品风险收益定位的一致性，并且无论是中期还是长期，这种一致性都十分稳定。与 Vanguard LifeStrategy 双被动的管理模式相比，采用双主动管理的 Fidelity Asset Manager 同样呈现出明确的风险分档。随着权益资产比例的增加，产品的年化波动率明显上升，并且不同风险的产品每年年化波动率路径分明，几乎不存在交叉。业绩波动也呈现市场好时涨更多，市场差时跌更多的特点（图 4）。长期来看，高风险产品确实通过承担更高的风险获得了比低风险产品更可观的收益（表 6 和表 7）。其他管理人管理的养老目标风险产品也同样表现出较强的一致性和稳定性特征。

---

<sup>1</sup> Edwin J. Elton, Martin J. Gruber, Andre de Souza, Target Risk Fund, 2015. 4., Target Risk Funds

图2 Vanguard 旗下 LifeStrategy 系列目标风险基金净值表现（上）、每年年化收益率（下左）和每年年化波动率（下右）



数据来源：晨星

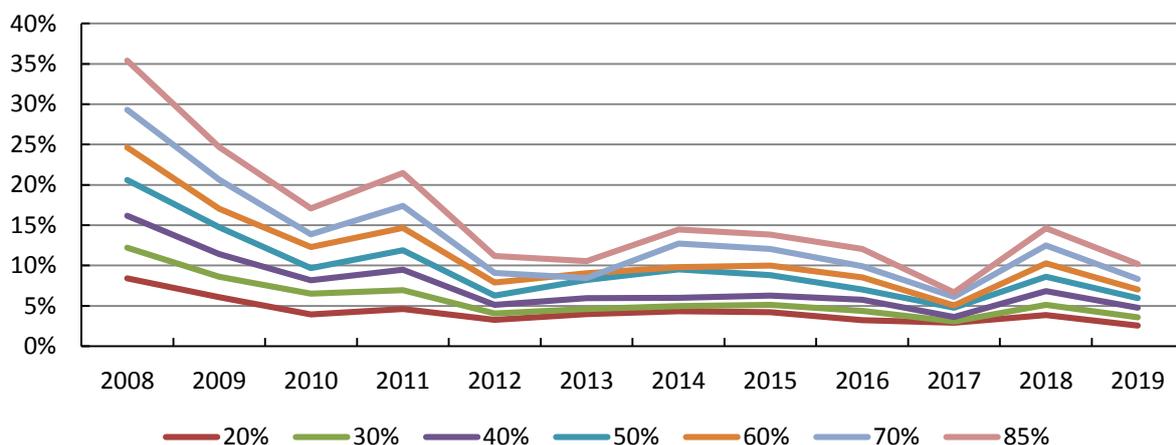
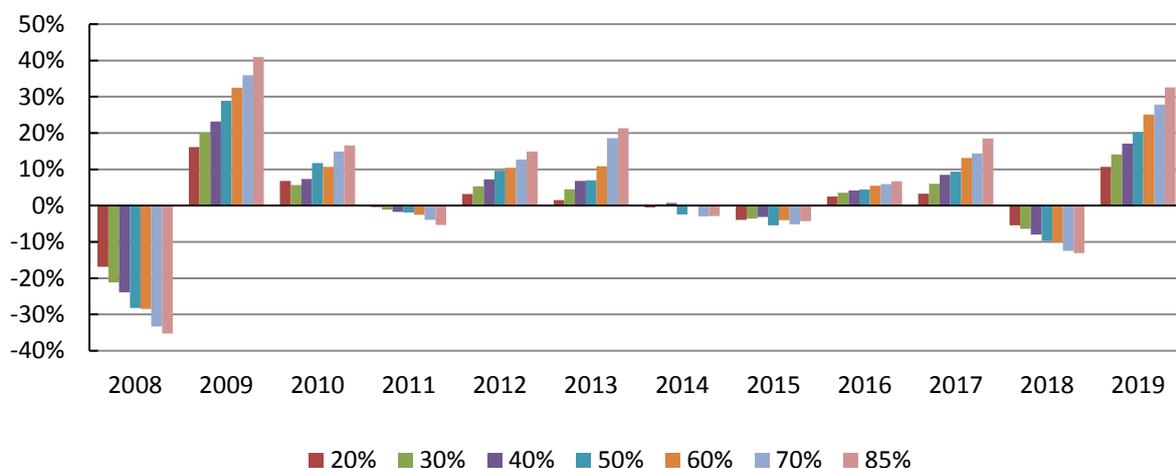
表6 Vanguard 旗下 LifeStrategy 系列目标风险基金成立至今  
风险收益情况

产品表现	收入	保守成长	稳健成长	成长
年化收益率%	1.40	2.21	3.30	4.23
年化波动率%	4.44	6.71	9.52	12.40

数据来源：晨星

注：1、时间范围是 1994 年 9 月 30 日（系列产品成立日）至 2019 年 6 月 30 日；2、年化收益率和年化波动率计算周期为日。

图3 Fidelity 旗下 Asset Manager 系列目标风险基金每年年化收益率（上）和每年年化波动率（下）<sup>2</sup>



数据来源：晨星

表7 Fidelity 旗下 Asset Manager 系列目标风险基金 2008 年至今  
风险收益情况

产品表现	20%	30%	40%	50%	60%	70%	85%
年化收益率%	0.76	1.37	2.02	2.03	3.35	3.60	4.63
年化波动率%	4.62	6.36	8.29	10.70	12.61	14.93	17.94

数据来源：晨星

注：1、时间范围是 2008 年 1 月 1 日（30%、40%、60%在 2007 年 10 月 9 日才成立，因此选择从 2008 年开始）至 2019 年 6 月 30 日；2、年化收益率和年化波动率计算周期为日。

## 2、目标日期基金的一致性和稳定性

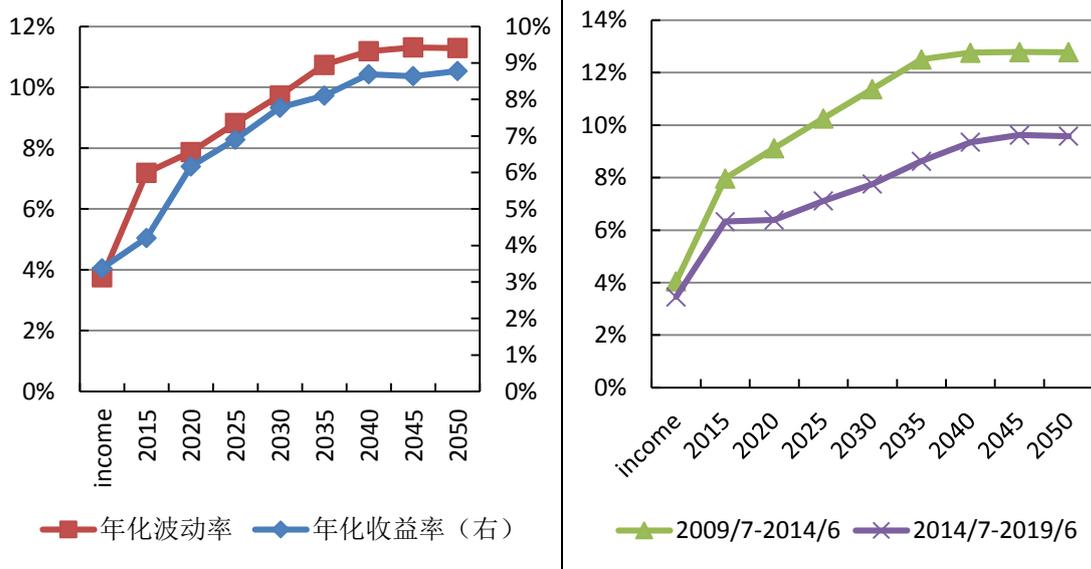
研究发现，同系列目标日期基金在相同时间区间内距离到

<sup>2</sup> 由于该系列存在 7 个产品，因此图中未展示净值变化情况。

期日越远的产品波动性越大，这种特征不论是在中期还是长期都存在。随着到期日变长，权益类资产配置比例更高，因此产品的年化波动率和年化收益率都呈上升趋势。

以 Vanguard 和 Fidelity 产品为例，过去十年内，到期日更远的产品比到期日更近的产品承担了更高的风险，再前推五年和后推五年这个规律同样成立，具有很强的稳定性。同时，到期日更远的产品长期获得的年化收益率也更高，收益表现也与预设一致。

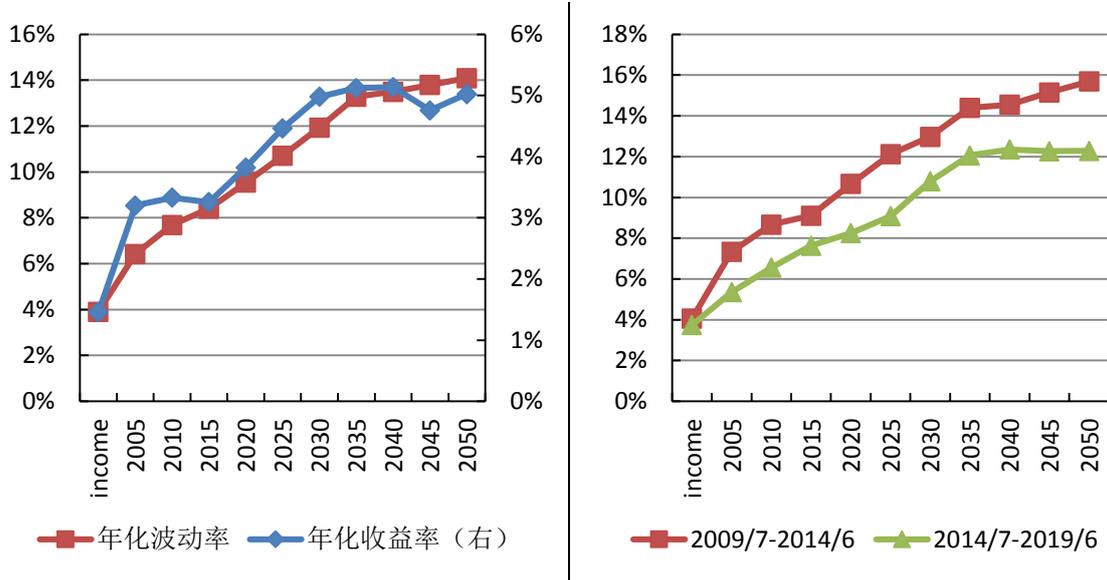
图 4 Vanguard Target Retirement 目标日期系列基金年化收益率和年化波动率（左）和分时期年化波动率（右）



数据来源：晨星

注：1、时间从 2009 年 7 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日；2、此处未纳入目标日期 2055、2060 和 2065，因为其成立时间较晚；3、横轴表示不同目标日期基金。

图5 Fidelity Freedom 目标日期系列基金年化收益率和年化波动率（左）和分时期年化波动率（右）



数据来源：晨星

注：1、时间从2009年7月1日至2019年6月30日；2、此处未纳入目标日期2055、2060和2065，因为其成立时间较晚；3、横轴表示不同目标日期基金。

### 三、养老目标基金系列化发展符合市场规律，有助于提升专业化水平

从美国的发展情况看，法律法规并没有规定养老目标基金需要按照系列产品设计发行，也没有规定系列产品需要在哪些方面遵守一致性。但时至今日，美国的养老目标基金确实按照系列产品发行运作，并且核心要素和其他重要要素都遵循了一致性。这是长期发展过程中市场选择的结果。

#### （一）系列化发展促使产品“实符其名”，方便投资者选择

养老目标基金的推出，主要是为了解决投资者的选择困难。目标日期基金，投资者只需要根据退休年龄选择；目标风险基金，投资者只需根据风险偏好选择。如果同一系列的目标日期基金，不同日期背后的资产配置思路差异巨大，将无法保证投

投资者选择的合理性。而目标风险基金如果没有遵循系列化、一致性，很有可能出现风险为“平衡”的产品比“保守”的产品更保守等情况出现，背离产品设计初衷。

## **（二）系列化发展提升产品的专业化运作水平**

由于同系列产品采用同样的风险管理方案，投资团队相同，管理人可以把有限的资源集中于风险管理方案的优化（例如下滑曲线等核心要素的设计），将更多的精力投入到资产配置和策略改进上，强化投资团队专业投资管理和风险控制能力，实现团队作战的效果而不是各个产品“单兵作战”，进而提升整个系列产品的市场表现。

## **（三）系列化发展优化管理养老目标基金的成本效益**

同系列产品可以进行统一管理，统一制定投资策略，实行相同的投资运作和绩效考核机制。因此管理人可以集中精力做好每个系列的首只产品，精益求精，做好之后同系列产品即是该产品的“复制”。这样能够降低管理人在产品设计和运作过程中的成本支出，优化管理效率。

## **（四）对于我国养老目标基金发展的思考**

我国养老目标基金尚处于发展初期，同一系列的产品正处于逐步完善中。系列化的发展思路，对于降低我国养老目标基金的管理成本、提升专业化、更好地服务个人投资者都具有重要意义。

**第一，养老目标基金需要按照系列化发展。**无论是从投资者需求端还是管理人供给端分析，养老目标基金的系列化发展都是符合市场规律的，并且已经过国外发达市场的检验。管理

人在养老目标基金产品规划设计时阶段，应当树立系列化的思维，从为投资者提供养老解决方案的角度出发，做到系列内的一致性和系列之间的差异性，满足投资者的共性需求和差异性需求。

**第二，同系列基金的核心要素必须一致，基金运作方式应当一致，其他重要要素尽可能一致。**同系列产品解决方案的一致体现在产品要素上。其中，核心要素必须一致，具体表现为同系列养老目标基金的风险管理方案相同；同系列基金应当按照一致的方式运作，统一采取主动策略、被动策略或其他混合策略；考虑我国基金业和养老目标基金还处于发展期，同系列基金的投资目标维度、子基金选择、业绩比较基准指数、基金经理应尽可能保持一致，降低该基金偏离设计初衷的可能性，在发展中不断优化、完善。

**第三，基金评价要基于系列产品的视角，注重同系列产品内部风险收益特征的一致性和稳定性。**基金基于系列进行设计和运作，也应当以系列的视角进行评价。同系列产品既要表现出风险收益特征的一致性，也要呈现出各自的风险定位差异，并在长期运作中保持该特征的稳定性。

系列产品的形式一致只是“标”，管理人对如何实现养老金积累、保障退休生活的思路一致才是“本”。管理人只有充分认识系列化发展的必要性和重要性，才能从源头上保证产品运作过程中各个环节上的一致性，保障产品能够提供满足投资者的需求，提供更好的养老服务。

（本文由东方证券资管产品部黄剑焜、协会理财及服务机

构部黄钊蓬撰写)