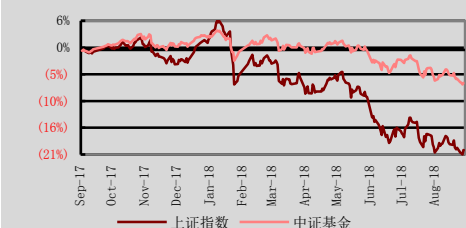




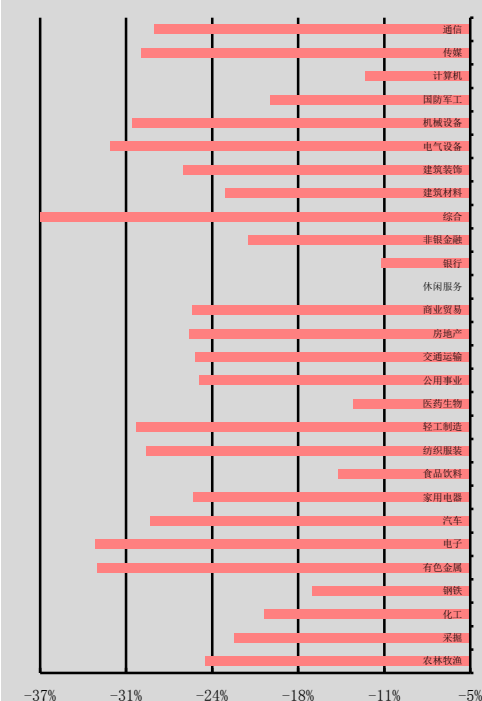
## 基金表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8.3)	(3.1)	(6.8)	(6.5)
相对上证综指	11.6	0.5	5.1	13.9

数据来源：聚源数据

## 申万一级行业涨跌幅



数据来源：聚源数据

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

孙昭杨

(8610)66229345

zhaoyang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100001

# 养老目标基金点评报告

## 适合长期投资，管理能力将成为重要考察因素

按照《指引（试行）》规定，国内发行运作的养老目标基金具有几个特点：一是发展初期主要采用基金中基金（FOF）的形式运作；二是采用相对成熟的资产配置策略；三是设置封闭期或投资者最短持有期限；四是鼓励管理人设置优惠费率。公募基金管理公司专业化和透明化的管理，加之后序可能会出台的优惠政策都会进一步推动养老目标基金在国内的发展。但目前时点来看基金投资风险不可避免，国内 FOF 产品业绩表现并不乐观。由于目前可供选择养老目标基金的相关工具不多，所以具体选择时基金管理者的管理能力或将成为重要考察因素。设置封闭期或投资者最短持有期限也使得投资该类产品时需要面对一定的机会成本。在具体投资上，选择一次性投资还是定投，需要投资者结合自身对未来的具体规划而定。首批 14 只获批的养老目标基金中多数为目标日期型产品。已经发行的三只产品的管理者华夏基金、中欧基金、泰达宏利基金公司都具备一定的养老金管理经验。

- 国内发行及运作的养老目标基金具有以下特点：一是在发展初期主要采用基金中基金（FOF）的形式运作。二是采用相对成熟的资产配置策略，控制基金下行风险，追求基金长期稳健增值。三是设置封闭期或投资者最短持有期限，避免短期频繁申购赎回对基金投资策略及业绩产生负面影响。四是鼓励基金管理人设置优惠费率，让利于民，支持投资者进行长期养老投资。
- 公募基金管理公司专业化和透明化的管理，加之后序可能会出台的优惠政策都会进一步推动养老目标基金在国内的发展。
- 从目前时点来看，该类产品仍面临一定的发展困境。首先：投资风险不可避免，国内 FOF 产品业绩表现并不乐观。其次：可供选择养老目标基金的相关工具不多，基金管理者的管理能力或将成为重要参考因素。再次：投资费用成本不可少，机会成本同样要面对。
- 养老目标基金更适合长期投资，将养老目标产品作为一项专项投资来进行定期投入，也是一种选择。投资者可以用已有的存量资金的一定比例进行一次性投资，对于财富的增量部分，可以用现金流的方式进行定投，即采用一次性投资+多期定投相结合的方式。在具体投资上，选择一次性投资还是定投，需要投资者结合自身对未来的具体规划而定。
- 产品类型上，华夏养老 2040 三年持有基金及中欧预见养老 2035 三年持有基金都属于目标日期型产品。泰达宏利泰和平衡基金属于目标风险型产品。产品运作策略方面，华夏养老 2040 三年持有基金及中欧预见养老 2035 三年持有基金都是根据下滑曲线模型进行动态资产配置。泰达宏利泰和平衡基金采用战略与战术相结合的配置策略。
- 已经发行的三只产品的管理者华夏基金、中欧基金、泰达宏利基金公司都具备一定的养老金管理经验。
- 风险提示：请投资者谨慎面对政策变化及市场波动风险。

## 近期三只养老目标基金已经发行

9月13日，华夏基金发布了养老目标日期2040三年持有期混合型FOF的基金合同生效公告。该基金于9月11日提前6天结束募集，首募规模2.11亿元。募集有效认购户数为37,585户，户均认购规模5,627元。此外，中欧预见养老目标2035三年持有期混合型FOF、泰达宏利泰和平衡养老目标三年持有期混合型FOF两只基金也于9月10日正式公开发售。

## 养老目标基金产品设计特点

据证监会《养老目标证券投资基金指引（试行）》规定，养老目标基金是指以追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励投资人长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险的公开募集证券投资基金。养老目标基金是公开募集的基金，区别于私募产品。

国内发行及运作的养老目标基金具有以下特点：一是在发展初期主要采用基金中基金（FOF）的形式运作。通过大类资产配置及基金经理两个层面的投资选择达到分散风险，力求稳健投资。二是采用相对成熟的资产配置策略，控制基金下行风险，追求基金长期稳健增值。投资策略包括目标日期策略、目标风险策略以及中国证监会认可的其他策略。三是设置封闭期或投资者最短持有期限，避免短期频繁申购赎回对基金投资策略及业绩产生负面影响。封闭期内不接受申购与赎回。四是鼓励基金管理人设置优惠费率，让利于民，支持投资者进行长期养老投资。

## 养老目标基金的管理优势及面对的发展困境

公募基金公司是最早获得养老金管理资格并开展投资运作的机构。规范的运作机制，科学理性的投资理念，稳健的投资风格和长期积累的风险控制能力，是公募基金的核心优势。同时基金产品投资运作以及信息披露都比较透明，也有较强的专业性。此外，今年4月12日，五部委联合下发《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，首次提出了“税收递延”的概念。虽然试点政策还未将公募基金纳入，但文中明确提到试点期间银保监会、证监会做好相关准备工作，完善养老账户管理制度，制定公募基金类产品指引等相关规定。所以养老目标基金有望享受到个人税收递延优惠政策。

公募基金管理公司专业化和透明化的管理，加之后续可能会出台的优惠政策都会进一步推动养老目标基金在国内的发展。但从目前时点来看，该产品仍面临一定的发展困境。

**首先：投资风险不可避免，国内 FOF 产品业绩表现并不乐观。**养老目标基金在产品设计时增加了产品抵御风险的能力，强调该类产品的追求长期稳健收益的特性。但只要是投资金融市场就会存在风险，这一点是不可避免的。另外，需要说明的是养老目标产品并不一定是中低风险产品，从海外的运作方式来看，某些产品在运作初期可能是非常激进的，直到产品运作晚期，投资者要进入退休提取阶段的时候，产品才会变得相对保守。所以产品本身的投资风险加之投资环境中的系统性风险都是投资者需要面对的。今年以来国内 A 股市场整体行情低迷。统计数据显示首批发行的 6 只公募 FOF 基金今年上半年均处于亏损状态，且全部创出成立以来收益新低。而养老目标基金也是采用 FOF 的运作模式。此外，由于存在外部双重管理费的收费模式，国内的 FOF 基金成立初期多数会优先选择通过“内部化”来控制成本，这无疑降低了 FOF 基金投资的可选择范围。

**其次：可供选择养老目标基金的相关工具不多，基金管理者的管理能力或将成为重要参考因素。**国内的公募 FOF 基金没有任何可供参考的历史业绩，更没有相关的基金评价体系可做辅助性的研究及选择工具，所以这类产品的明星示范效应并不会显示出明显的市场效应。养老投资是一项长期的投资，因此选择长期业绩表现优秀且稳定性强的基金管理人将成为选择该类产品的关键。

**再次：投資費用成本不可少，機會成本同樣要面對。**以目前在發的中歐預見養老 FOF 基金為例，其管理費為 0.6%/年、托管費為 0.15%/年，兩類份額中 A 類基金投資者認購金額少於 100 萬元的將繳納 1% 的認購費率。C 類基金份額不收取認購費用，但要每年繳納 0.4% 的銷售服務費。對於普通投資者而言，第一年的成本將接近 2%。此外，按照規定，養老目標基金都要設置封閉期或投資者最短持有期限。首批獲批的 14 只養老目標基金的最短持有期也在一年或 12 個月，多數都要封閉三年。設定鎖定期也意味着要面對一定的機會成本。

從產品設計上來說，養老目標基金更多是以承擔養老責任為基礎，所以此類產品的投資優勢並不在短期收益率上，而是更重視長期收益。養老目標基金更適合長期投資，將養老目標產品作為一項專項投資來進行定期投入，也是一種選擇。投資者可以用已有的存量資金的一定比例進行一次性投資，對於財富的增量部分，可以用現金流的方式進行定投，即採用一次性投資+多期定投相結合的方式。在具體投資上，選擇一次性投資還是定投，需要投資者結合自身對未來的具體規劃而定。

### 首批獲批產品均為目標日期型及目標風險型基金

首批獲批的 14 只養老目標基金中有 8 只目標日期型基金和 6 只目標風險型基金。其中，採用目標日期策略的基金被稱為目標日期基金，也稱為 TDF。該類基金是以投資者退休日期為目標，根據不同生命階段風險承受能力進行投資配置的基金。投資組合逐漸由“激進”趨於“保守”的一类产品。這類基金以投資者退休日期為目標，比較適合有養老投資需求長期投資者。尤其是面向退休人員的養老金市場。獲批的 8 只目標日期基金中，5 只目標日期為 2035 年，2 只為 2040 年，1 只為 2045 年。主要的目標群體是在 2035 年-2045 年退休的人。

採用目標風險策略的基金被稱為目標風險基金，也稱為 TRF。該類基金是根據特定的風險偏好來設定權益類資產、非權益類資產的配置比例的基金。通常這類目標風險基金的名称中會有“穩健”，“平衡”等字樣，用來表明基金的風險水平。如，富國基金公司獲批的鑫旺穩健養老目標一年持有期混合型基金中基金(FOF)。泰達宏利基金公司獲批的泰和平衡養老目標三年持有期混合型基金中基金(FOF)。獲批的 6 只目標風險基金中 5 只為穩健型，1 只為平衡型。

此外，14 只獲批產品中定期開放的封閉運作期或投資人最短持有期多數都為三年。一年的有 4 只，五年的有 1 只。



图表 1. 首批获批 14 只养老目标基金列表

基金管理人	基金名称	基金类型	基金类型
中欧基金管理有限公司	预见养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	FOF	目标日期
工银瑞信基金管理有限公司	养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	FOF	目标日期
南方基金管理股份有限公司	养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	FOF	目标日期
鹏华基金管理有限公司	养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	FOF	目标日期
嘉实基金管理有限公司	养老目标日期 2040 五年持有期混合型基金中基金(FOF)	FOF	目标日期
银华基金管理股份有限公司	尊和养老目标 2035 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	FOF	目标日期
华夏基金管理有限公司	金建养老目标日期 2040 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	FOF	目标日期
易方达基金管理有限公司	汇诚养老目标日期 2043 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	FOF	目标日期
富国基金管理有限公司	鑫旺稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)	FOF	目标风险
博时基金管理有限公司	颐泽稳健养老目标 12 个月定期开放混合型基金中基金(FOF)	FOF	目标风险
广发基金管理有限公司	稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)	FOF	目标风险
中银基金管理有限公司	安康稳健养老目标一年定期开放混合型基金中基金(FOF)	FOF	目标风险
万家基金管理有限公司	稳健养老目标三年持有期混合型基金中基金(FOF)	FOF	目标风险
泰达宏利基金管理有限公司	泰和平衡养老目标三年持有期混合型基金中基金(FOF)	FOF	目标风险

资料来源：万得，中银证券

## 已经发行的三只产品简析

目前首批 14 只获批的养老目标基金中华夏养老 2040 三年持有基金已经结束募集, 中欧预见养老 2035 三年持有、泰达宏利泰和平衡基金正在募集中。

产品类型上, 华夏养老 2040 三年持有基金及中欧预见养老 2035 三年持有基金都属于目标日期型产品。泰达宏利泰和平衡基金属于目标风险型产品。

产品运作策略方面, 华夏养老 2040 三年持有基金及中欧预见养老 2035 三年持有基金都是根据下滑曲线模型进行动态资产配置, 随着投资人生命周期的延续和目标日期的临近, 基金的投资风格相应的从“进取”, 转变为“稳健”, 再转变为“保守”, 权益类资产比例逐步下降, 而非权益类资产比例逐步上升。泰达宏利泰和平衡基金采用战略与战术相结合的配置策略。其中战略配置比例中权益类及非权益类各占 50%。权益资产的向上、向下的战术调整幅度分别不得超过战略配置比例的 5%、10%, 即权益类资产占基金资产的比例在 40%-55% 之间。此外, 在投资标的上, 中欧预见养老 2035 三年持有基金及泰达宏利泰和平衡基金还都将香港互认基金纳入投资范围。

图表 2. 华夏养老 2040 三年持有基金投资比例

年份 (单位: 年)	上限(%)	下限(%)
2018-2020	60	35
2021-2025	60	35
2026-2030	60	35
2031-2035	55	30
2036-2040	36	11

资料来源: 中银证券, 万得

图表 3. 中欧预见养老 2035 三年持有基金投资比例

年份 (单位: 年)	权益类资产占比
2018-2022	31.35%-59.41%
2023-2027	17.23%-49.67%
2028-2032	8.35%-35.29%
2033-2037	3.04-27.07%
2038-2040	0.84-22.19%
2041 及以后	0-20%

资料来源: 中银证券, 万得

基金管理人方面, 华夏基金在养老金管理方面积累了丰富的管理经验。早在 2000 年, 华夏基金就已经开始对养老金进行系统研究和业务准备, 并在业内率先组建了专门的养老金管理团队。多年的证券投资经验和养老金管理实践奠定了旗下产品运作的坚实基础。从华夏养老 2040 三年持有基金拟任基金经理许利明、李铨汶的简介来看, 二人目前均管理公募基金产品, 但业绩并没有过于亮的地方, 后期运作能力还需进一步观察。

中欧基金目前在养老方面开展了水滴养老的智投服务。水滴养老是由中欧基金资产配置团队和量化团队联手打造, 聚焦养老规划, 利用算法模型, 致力于帮助用户获取养老金积累情况的一种创新型的智能投资业务, 也是随着用户年龄的增长, 动态调整资产配置。这种业务模式与目标日期策略思路一样。中欧预见养老 2035 三年持有基金的拟任基金经理桑磊在资产配置、组合投资具有长期实战经验。在数据分析和量化风险管理方面拥有明显的专业优势, 但缺乏公募基金的管理经验。

泰达宏利基金公司作为中国养老金融 50 人论坛的核心成员, 在养老金投资和资产配置方面拥有比较丰富的经验。泰达宏利泰和平衡基金拟任基金经理王彦杰、王建钦有多年的养老金投资管理经验。但同样缺乏公募基金产品管理经验。

图表 4. 基金经理历史管理业绩一览

基金经理	基金代码	基金名称	基金类型	起始时间	截止时间	任职天数	任职回报(%)	同类平均(%)	同类排名
李铨汶	288001	华夏经典混合	混合型	2015/2/9	2016/3/29	1 年又 49 天	(10.92)	14.91	721 758
	000001	华夏成长	混合型	2014/3/17	2017/1/13	2 年又 303 天	12.03	49.78	564 637
	288001	华夏经典混合	混合型	2016/3/25	2018/1/17	1 年又 298 天	0.88	16.90	1282 1462
许利明	002251	华夏军工安全混合	混合型	2016/3/22	2017/3/28	1 年又 6 天	11.80	6.25	298 1419
	000001	华夏成长	混合型	2015/9/1	2017/3/28	1 年又 209 天	(8.03)	14.77	1054 1115
	420001	天弘精选混合	混合型	2007/7/30	2009/3/30	1 年又 244 天	(31.03)	(26.67)	131 196

资料来源: 万得, 中银证券

综合来看:

按照《指引(试行)》规定。国内发行运作的养老目标基金具有几个特点: 一是发展初期主要采用基金中基金(FOF)的形式运作; 二是采用相对成熟的资产配置策略; 三是设置封闭期或投资者最短持有期限; 四是鼓励管理人设置优惠费率。公募基金管理公司专业化和透明化的管理, 加之后序可能会出台的优惠政策都会进一步推动养老目标基金在国内的发展。但目前时点来看基金投资风险不可避免, 国内 FOF 产品业绩表现并不乐观。由于目前可供选择养老目标基金的相关工具不多, 所以具体选择时基金管理者的管理能力或将成为重要参考因素。设置封闭期或投资者最短持有期限也使得投资该类产品时需要面对一定的机会成本。在具体投资上, 选择一次性投资还是定投, 需要投资者结合自身对未来的具体规划而定。首批 14 只获批的养老目标基金中多数为目标日期型产品。已经发行的三只产品的管理者华夏基金、中欧基金、泰达宏利基金公司都具备一定的养老金管理经验。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；  
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

### 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

### 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

### 相关关联机构:

#### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

#### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

#### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

#### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

#### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

#### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371