

银河金工 FOF 专题之二

详解生命周期基金

核心要点：

- **生命周期基金特点**

生命周期基金随着所设定的目标期限时间的临近，基金则会不断调整资产配置，降低基金资产的风险，追求在和目标持有人在生命不同阶段的风险承受能力相适应的前提下实现资本的最大增值。

- **美国生命周期迅猛发展**

截至 2015 年末，美国生命周期基金规模达到 1.135 万亿美元（目标日期+生活方式），过去十年年均复合增长率超过 15%。

- **生命周期基金能获得发展的前提**

生命周期基金的发展需要有两个基础前提，一是税收优惠、二是年金类个人账户。

分析师

朱人木

☎：010-83574063

✉：zhurenmu@chinastock.com.cn

职业资格证书编号：S0130516020002

王红兵

☎：0755-83479312

✉：wanghongbing_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514060001

相关研究

《银河金工 FOF 白皮书——FOF 发展、监管、设计、投资全解析》

正文目录

一、生命周期基金简介.....	2
(一) 生命周期基金定义.....	2
(二) 生命周期基金分类及特点.....	2
(三) 生命周期基金产品设计.....	3
(四) 生命周期基金优势.....	4
(五) 生命周期基金投资方式.....	4
二、生命周期基金与养老金投资.....	4
(一) 我国养老金风险背景.....	4
(二) 美国养老金问题解决经验.....	4
三、全球生命周期基金情况.....	6
四、美国生命周期基金发展.....	7
(一) 美国生命周期基金产品介绍.....	7
(二) 美国生命周期基金规模结构.....	8
(三) 美国生命周期指数.....	11
(四) 美国生命周期基金管理缺陷.....	15
五、VANGUARD 旗下生命周期基金介绍.....	15
(一) Vanguard 生命周期基金介绍.....	15
(二) Vanguard Glide Path 设计.....	16
(三) 三个不同日期目标到期基金比较.....	17
六、美国 401(K) 计划.....	20
(一) 美国 401(k) 计划概述.....	21
(二) 美国 401(k) 计划费率.....	22
(三) 美国 401(k) 计划投资情况.....	23
(四) 美国 401(k) 账户参与者.....	25
七、我国生命周期基金发展.....	27
(一) 我国生命周期基金介绍.....	27
(二) 中国版 401(k) 计划.....	30
八、我国生命周期基金的启示与展望.....	31
九、风险提示.....	32
图表目录.....	33

一、生命周期基金简介

(一) 生命周期基金定义

生命周期基金是根据基金目标持有人在不同生命阶段的风险偏好和收益目标不断调整投资组合的一种证券投资基金。随着生命周期基金所设定的目标期限时间的临近，基金则会不断调整资产配置，降低基金资产的风险，追求在和目标持有人在生命不同阶段的风险承受能力相适应的前提下实现资本的最大增值。

(二) 生命周期基金分类及特点

生命周期基金可分为目标日期基金和目标风险基金两类。(本文主要讨论目标日期基金)。

目标风险基金成立时便预先设定不同预期风险收益水平，投资人根据不同风险承担能力进行资产配置，在持有期间，投资组合基本固定不变。根据风险等级不同，目标风险基金可分为“成长型”、“稳健型”和“保守型”。“成长型”基金投资在高风险性资产的比重较高，而“保守型”基金则以投资低风险资产为主。投资人可根据自身风险承受能力选择不同类型的基金投资。此外，目标风险基金能为投资者提示量化的风险水平，确保风险等级在基金预设的风险敞口之内。

目标日期基金是根据投资者设定的目标日期节点调整资产配置。在初始时，投资在高风险性资产的比重较高；随着目标日期的临近，逐渐增加低风险性资产的比重；到达目标日期后，基金将主要投资于固定收益类资产。由于目标日期基金随投资者年龄增长的风险承受能力下降，因此其风险敞口呈现逐渐缩小的特征。

表 1 汇丰晋信 2016 生命周期基金逐年资产配置表

基金时间段	股票类资产比例%	固定收益类资产比例%
基金合同生效日至 2007/5/31	0-65	35-100
2007/6/1--2008/5/31	0-60	40-100
2008/6/1--2009/5/31	0-55	45-100
2009/6/1--2010/5/31	0-45	55-100
2010/6/1--2011/5/31	0-40	60-100
2011/6/1--2012/5/31	0-35	65-100
2012/6/1--2013/5/31	0-25	75-100
2013/6/1--2014/5/31	0-20	80-100
2014/6/1--2015/5/31	0-15	85-100
2015/6/1--2016/5/31	0-10	90-100
2016/6/1 至以后	0-5	95-100

资料来源：中国银河证券研究部、相关基金合同、招募说明书

生命周期基金产品另外的分类

目前的生命周期基金产品主要还有两种分类方式。其中一种分类方式是根据基金资产管理类型分为主动型产品和被动型产品，后者 90% 以上的基金资产将持有指数型产品；另一种分类方式是根据到期理念的不同分为“To”和“Through”两类，其中前者的基金管理者认为投资者在退休后将一次性提取账户中的资金，而后者的管理者认为投资者退休后仍将资金留存于账户中继续进行资产管理。

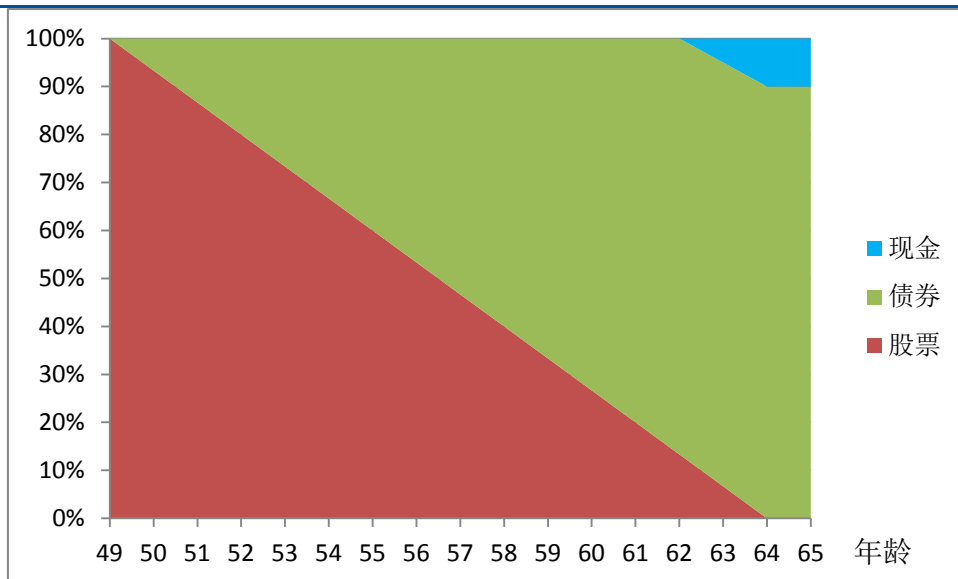
（三）生命周期基金产品设计

资产下滑路径曲线

根据生命周期基金的定义与特点，资产下滑路径曲线反映了不同时间点上不同风险级别的资产所占总配置资产的比例信息，它体现了基金管理者基于投资者不同年龄阶段风险承受能力和资产收益目标所做出的投资组合决策。

“To”类型生命周期基金产品在到期前会较大幅地调低风险资产比例，而“Through”类型的生命周期基金产品在基金到期前可能仍旧会使资产保持较高的风险水平。

图 1：下滑路径曲线 (Glide Path Curve) 简介



资料来源：中国银河证券研究部

资产配置

生命周期基金产品管理者根据一个时间点上的风险资产比例确定资产配置方式。高风险资产包括股票、房地产、商品等，而低风险资产包括各类债券以及货币等。

投资工具

实际资产管理过程中，基金管理者会根据成本收益等多方面因素考虑而更倾向于主动型产品。而 ETF 等具有代表性、产品费率低且透明度高的被动型产品的配置比例近些年也在不断

提高。

（四）生命周期基金优势

生命周期基金投资帮助投资人在承担适度风险条件下获取目标水平的收益回报,有助于投资者控制自身的投资风险。同时,生命周期基金为投资者提供了多样化的资产类别及有效的资产配置方式,使多数投资者有效避免过于单一的配置资产类型,降低了风险。此外,市场上多数投资者无法认识到随时间推移而基于不同情况下风险承受能力与收益回报预期改变来不断调整投资组合的正确决策,而生命周期基金的管理者则秉承这一原则不断调整资产配置比例,保证了投资者不同时间点上风险承受能力之下的收益回报。

（五）生命周期基金投资方式

一般而言,生命周期基金在目标日期以前的风险收益水平处于不断调整阶段,而在目标日期以后,其风险收益水平则相对稳定,因此投资者需要注意观察基金的目标日期是否符合自己的投资要求。

针对不同生命周期基金,初始时的风险资产配置比例、目标年限和到期时的风险资产配置比例都不尽相同,这就会直接影响到不同生命周期基金的风险收益特征变动率,因此投资者需要注意观察基金的风险收益特征变动率来做出投资决策。

在投资者买入生命周期基金时,应当关注买入时点的基金风险收益特征,其风险资产配置比例与初始时相比可能会有较大变化,对应的风险收益水平自然也不相同。

二、生命周期基金与养老金投资

（一）我国养老金风险背景

据我国社科院《中国养老金发展报告 2015》,截至 2014 年底,城镇职工基本养老保险的个人账户累计记账额达到 40974 亿元,比 2013 年增加 5865 亿元,增长率 16.71%;而城镇职工基本养老保险基金累计结余为 31800 亿元。从中可以看出,个人账户累计记账额超出基金累计结余 9174 亿元,这一空账缺口较去年又扩大了 2334 亿元。

目前,我国实行多层次养老金保障体系,包括基本养老保险、企业年金以及个人养老保险三部分。其中基本养老保险包括由企业缴纳的社会统筹基金以及由个人缴纳的个人账户基金。由于结构失衡,目前国内的个人账户落实不理想,企业年金以及个人养老保险份额仍较低,因此社会统筹基金的养老负担较重。可以预见,中长期内我国社会的人口老龄化将逐渐放大养老金缺口,对财政造成巨大负担。

（二）美国养老金问题解决经验

参考美国所经历的人口老龄化导致养老金缺口的案例我们发现,人们过去常将社会基础保障、企业年金和私人储蓄比作美国养老退休资源的“三大支柱”。但更为贴切地说,美国的养

老体系实际上是一个有着五层结构的金字塔，分别为：社会保障、自有住房、雇主发起式退休金计划(既包括固定补贴型计划,也包括固定缴费型计划)、个人退休金账户(IRA)和其他资产。

图 2：美国养老金体系金字塔



资料来源：中国银河证券研究部、ICI

美国的私人年金计划同时提供了 40% 以上的替代率，而由于其主体为雇主及员工，并不同于现收现付制而采取账户式管理的支付模式，减少了由于人口老龄化给美国带来的财政压力。而在美国私人年金计划中，份额最高的为“401(k)计划”，即雇主为雇员开设资产管理账户，其账户资金由雇员和雇主共同缴纳，雇员自主选择资金的投资方式并于退休以后支取账户资金。该计划属于缴费确定型(DC)计划，且每期的固定缴费及投资收益均无须纳税，于退休后支取资金时缴纳个人所得税。资产管理账户的运作情况直接决定了雇员能够获得的投资收益。

在美国整个退休金资产管理市场中，个人退休金账户(IRA)和雇主发起式退休金计划（既包括固定补贴型计划，也包括固定缴费型计划）是主力资金来源，截至 2016 年一季度末占据着超过 80% 的比重。

图 3：美国退休金管理市场资金来源构成

U.S. Total Retirement Market

Trillions of dollars, end-of-period, selected periods



资料来源：中国银河证券研究部、ICI

我国 2004 年原劳动和社会保障部颁布了 20 和 23 号令，公布《企业年金基金管理试行办法》，将原有的企业补充养老制度改造为现有的企业年金，除了部分政策区别以外，大致与美国的“401(k)计划”类似。在我国多支柱的养老金体系下，基本养老保险应着重致力于提供退休后基本物质保障，而私人年金计划与个人养老保险将为养老金进行很大程度上的补充，未来发展空间巨大，其资产规模和市场地位也将进一步提高，真正成为我国养老金体系的支柱力量。

根据企业年金的特点，由于其主要作用为提高目标替代率，且账户式管理和缴费确定型(DC)计划类型使得其投资资产范围较为广泛，并由个人所有账户、自主选择投资方式。因此根据国际市场的发展经验来看，生命周期基金是企业年金等账户型养老金最为适用的产品类型之一。

三、全球生命周期基金情况

这里只统计目标日期基金。

据统计，目前全球已经有 20 多个国家/地区有目标日期基金，总只数 973 只，总规模 8779.68 亿美元。

其中大部分规模是美国的，其规模 8324.22 亿美元，占全球比重 95%。

其次是瑞典、卢森堡、意大利、加拿大。

另外，美国目标日期基金的费率非常低，平均管理费只有 0.1%，实际运营费率平均为 0.43%。另外，美国目标日期基金投资的换手率也非常低，只有 37.3%。

表 2 全球各地区目标日期基金的统计（截止 2016 年 7 月）

地区	规模	基金只数	平均管理费 %	实际运营费率 %	平均换手率 %
美国	8324.22	620	0.10	0.43	37.3
瑞典	255.33	35	0.50	0.64	39.9
卢森堡	59.48	58	1.08	1.39	106.3
意大利	58.67	10		1.08	41.5
加拿大	46.67	41	1.48		16.7
法国	10.83	65	0.82	1.73	
芬兰	7.75	7	0.48	1.82	41.7
日本	4.02	71			
澳大利亚	3.86	1			
德国	2.58	13	1.17	1.86	
其他	2.32	4	1.00	1.97	
丹麦	2.22	7		0.75	13.7
奥地利	0.67	2	0.90		
英国	0.47	19	0.51		32.7
新加坡	0.28	3	0.95	1.28	3.0
葡萄牙	0.11	2		2.58	126.0
比利时	0.08	2	1.00		
毛里求斯	0.06	4	1.60		
西班牙	0.05	4			
挪威	0.02	3			
中国(香港)	0.00	2	0.38		
总计	8779.68	973	0.20	0.49	37.6

资料来源：中国银河证券研究部、晨星

四、美国生命周期基金发展

（一）美国生命周期基金产品介绍

基于之前美国养老金体系的介绍，在“401(k)计划”初期，由雇员自己根据自身风险收益水平的评估来自由选择投资组合。但多数雇员并不知道如何让在市场上进行资产配置，效率极低。因此在 1993 年，Barclays Global Investor 于美国市场率先发布了第一支生命周期基金——BGI 2000 Fund，以满足直接向投资者提供退休金资产配置的市场需求。三年后，Fidelity 于 1996 年 10 月发行了旗下第一支生命周期基金产品——Fidelity Freedom 2000 Fund。此后，Nest Eggs, Principal, T. Rowe Price, Vanguard 等基金公司分别于 1999、2001、2002、2003 年发

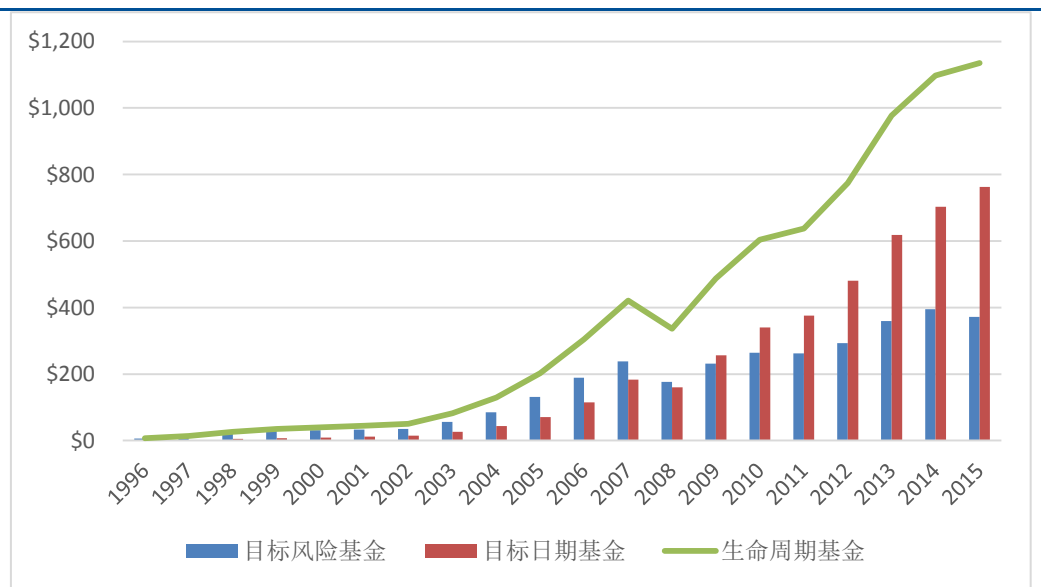
行各自旗下的生命周期基金产品。

(二) 美国生命周期基金规模结构

根据 ICI 的数据统计,从 1996 年美国开始统计生命周期基金数据开始,截至 2015 年末的近 20 年里生命周期基金规模从原先的 70 亿美元迅速扩大到 1.135 万亿美元,过去十年年均复合增长率超过 15%。其中,在 2008 年金融危机以后,目标日期基金的规模迅速超过了目标风险基金。

美国在 2006 年通过的养老金保护法案(Pension Protection Act)为生命周期基金的发展提供了重要支持。该法案规定,若雇主向雇员提供合格默认投资选择(Qualified Default Investment Alternatives, 简称 QDIA),可对其投资损失免于承担受托责任,而生命周期基金则属于 4 类 QDIA 中的一种。司法层面的免责性使得越来越多的退休金资产选择生命周期基金作为投资对象,也为后者提供了大量现金流。

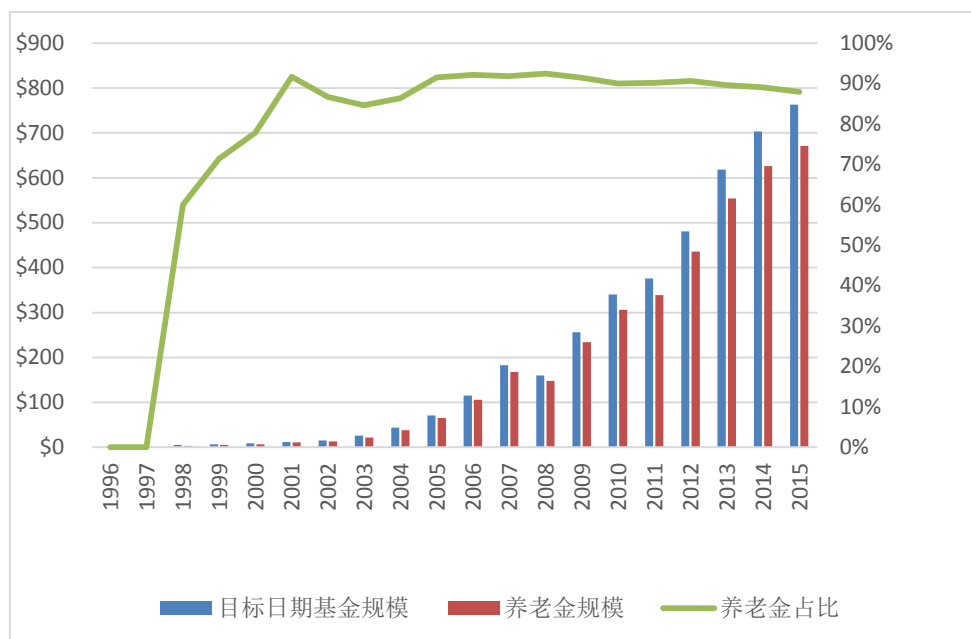
图 4: 美国生命周期基金规模结构 (十亿美元)



资料来源: 中国银河证券研究部、ICI

细分来看,目标日期基金(TDFs)的市场规模从 1996 年的不到 10 亿美元迅速发展至 2015 年底的 7630 亿美元,过去二十年的年均复合增长率近 40%,其中来源于第二支柱与第三支柱的 IRA 和其他类型养老金的占比从 36%提高至 88%。而在美国所有 FOF 基金中,目标日期基金的占比最大。在过去十年中,目标日期基金总共获得了 4330 亿美元的现金流入。

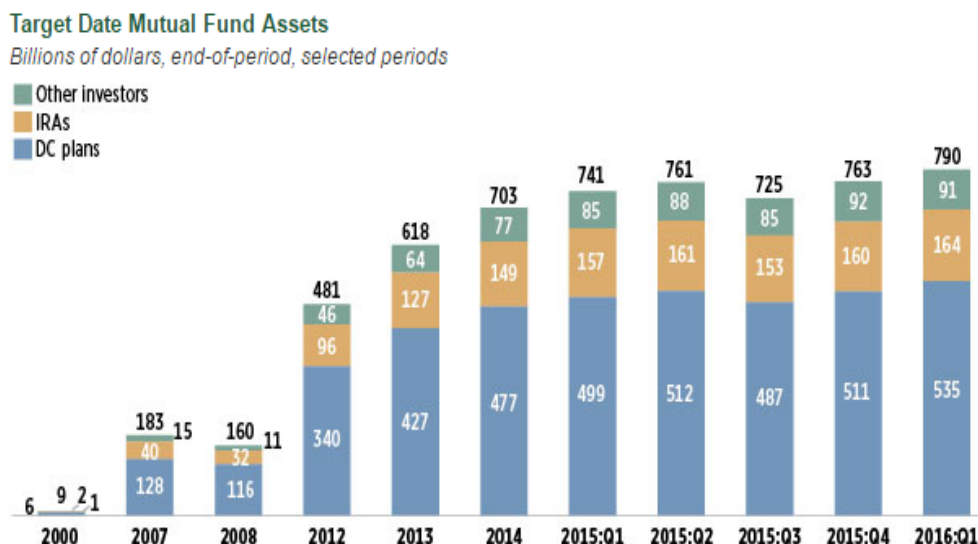
图 5: 美国养老金投资目标日期基金规模占比 (十亿美元)



资料来源：中国银河证券研究部、ICI

其中，根据 ICI 提供的统计数据显示，缴费确定型(DC)计划是目标日期基金的主要资金来源，在 2016 年一季度末达到了 5350 亿美元，占据着 67.72%的比重。

图 6：美国目标日期基金资金来源构成



Note: Components may not add to the total because of rounding.

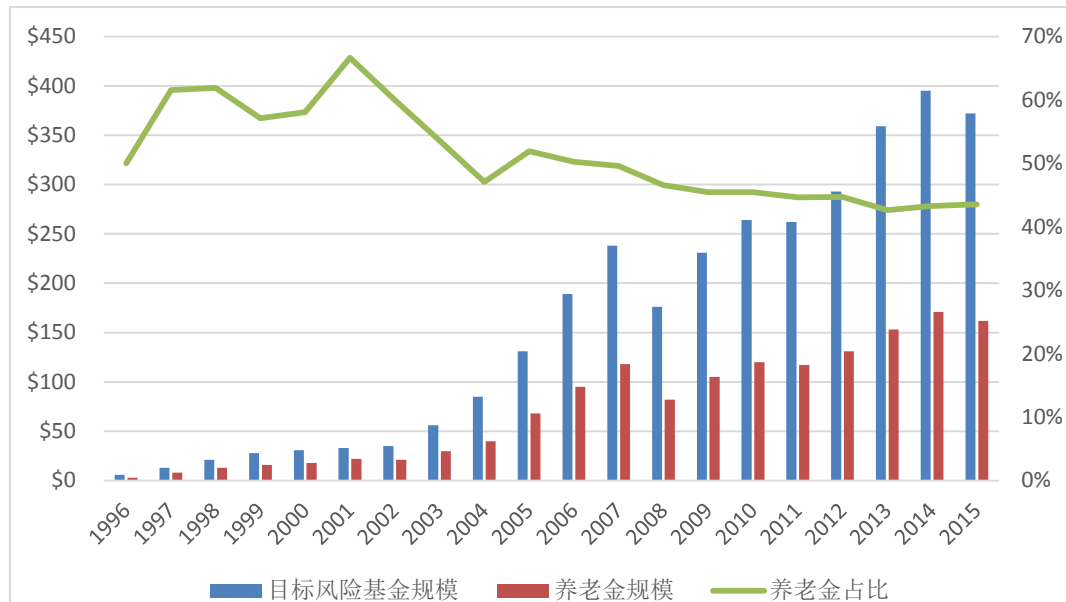
Source: Investment Company Institute

资料来源：中国银河证券研究部、ICI

而美国目标风险基金的市场规模从 1996 年的 60 亿发展到了 2015 年末的 3720 亿美元，而

其中养老金的占比却从最高的 66% 下降到了 44%。

图 7：美国养老金投资目标风险基金规模占比（十亿美元）



资料来源：中国银河证券研究部、ICI

根据最新的目标日期基金规模数据可以统计出全美前 20 大目标日期基金规模及市场份额，刚好也是管理目标日期基金资产规模在 40 亿美元以上的 20 家基金公司，它们的市场份额总和超过了 95%。其中前三名分别为领航基金(Vanguard)、富达基金(Fidelity)和普信基金(T. Rowe Price)，市场份额分别达到了 28.69%、21.47%和 15.87%，而它们的市场份额总和则已经超过了 66%。

表 3 美国前 20 大目标日期基金公司

基金公司名称	目标日期基金管理规模 (十亿美元)	市场份额
Vanguard	252.17	28.69%
Fidelity	188.71	21.47%
T. Rowe Price	139.45	15.87%
American Funds	45.47	5.17%
JPMorgan	43.31	4.93%
TIAA	28.60	3.25%
Principal	26.98	3.07%
American Century	16.66	1.90%
John Hancock	16.56	1.88%
Wells Fargo	15.54	1.77%
Swedbank	10.15	1.15%
BlackRock	9.91	1.13%
State Farm	7.67	0.87%
Storebrand	7.02	0.80%

Great-West	6.71	0.76%
Voya	5.08	0.58%
Kontel Technologies	5.01	0.57%
Nordea	4.41	0.50%
Handelsbanken	4.38	0.50%
Vantagepoint	4.21	0.48%

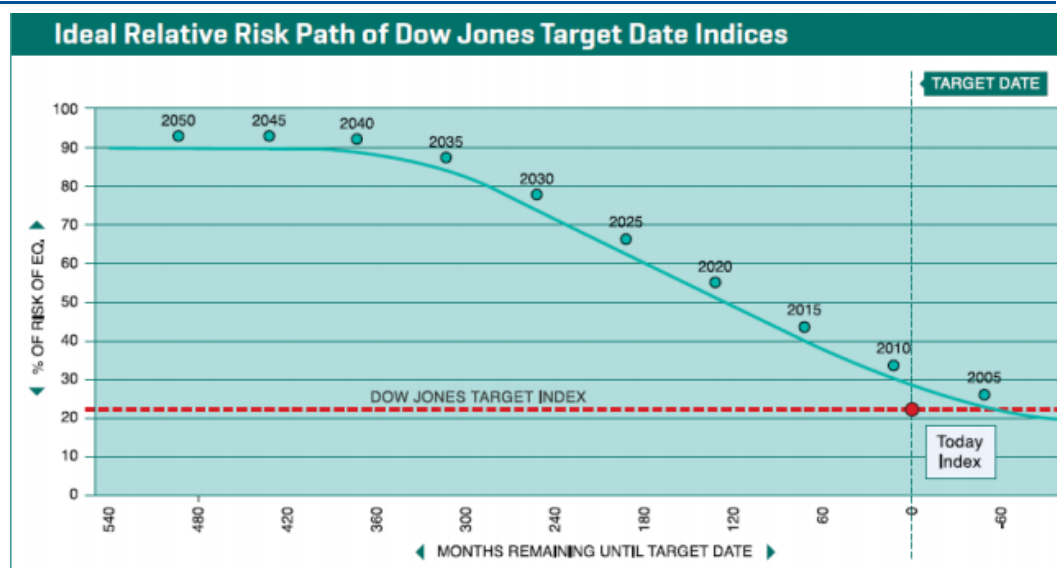
资料来源：中国银河证券研究部、Bloomberg、晨星

（三）美国生命周期指数

Dow Jones Target Date Index Series

随着美国生命周期基金的发展,Dow Jones 于 2005 年 3 月首先发布了生命周期指数系列,包括从 The Dow Jones Target Today Index 至 The Dow Jones Target Date 2045 Index, 随后又在 2009 年末和 2010 年 3 月分别发布了 The Dow Jones Target Date 2050 Index 和 The Dow Jones Target Date 2055 Index。

图 8：Dow Jones Target Date Index Glide Path



资料来源：中国银河证券研究部、S&P Dow Jones Indices

与生命周期基金类似, The Dow Jones Target Date Indices 包含了一系列根据不同到期日时间点所决策出的风险资产组合配置。他们由许多个大类资产指数作为子指数进行配置计算得到。生命周期指数的主要作用其实是作为某一到期日或生命周期的风险敏感标准来衡量退休金计划或者长期资本积累目标的风险收益水平。由于其计算过程与组合方式和生命周期基金类似, 因此也有 Glide Path 的概念, 即随着到期日的临近, 生命周期指数会根据不同时间点的风险承受能力的变化来调整配置权重, 逐步减少风险资产配置比例, 提高低风险资产的配置比例。不

同于生命周期基金，生命周期指数的资产投资标的一般以对应的资产的指数或 ETF 为主。

Dow Jones 编制的指数系列基于自身研究，采用了主动型的 Glide Path。每一个 Dow Jones Target Date Index 都追踪三种混合大类资产（Composite Major Asset Classes, 简称 CMAC）——股票、债券和现金。S&P Dow Jones 和 Barclay 分别设计了股票资产类和债券现金资产类产品。Dow Jones 目标日期指数分为国际和美国国内两个系列，子指数如下所示：

表 4. Dow Jones Target Date Index Series

Global Series	U.S. Series
<i>Dow Jones Global Stock CMAC¹ Index</i>	<i>Dow Jones U.S. Stock CMAC¹ Index</i>
Dow Jones U.S. Large-Cap Growth Index	Dow Jones U.S. Large-Cap Growth Index
Dow Jones U.S. Large-Cap Value Index	Dow Jones U.S. Large-Cap Value Index
Dow Jones U.S. Mid-Cap Growth Index	Dow Jones U.S. Mid-Cap Growth Index
Dow Jones U.S. Mid-Cap Value Index	Dow Jones U.S. Mid-Cap Value Index
Dow Jones U.S. Small-Cap Growth Index	Dow Jones U.S. Small-Cap Growth Index
Dow Jones U.S. Small-Cap Value Index	Dow Jones U.S. Small-Cap Value Index
Dow Jones Europe/Canada/Middle East Developed Markets Index	
Dow Jones Asia/Pacific Developed Markets Index	
Dow Jones Emerging Markets Large-Cap Total Stock Market Specialty Index	
<i>Barclays Bond Composite – Global Index</i>	<i>Barclays Bond Composite – U.S. Index</i>
Barclays Government Bond Index	Barclays Government Bond Index
Barclays Corporate Bond Index	Barclays Corporate Bond Index
Barclays Mortgage Bond Index	Barclays Mortgage Bond Index
Barclays Majors (ex U.S.) Index	
<i>Barclays Cash Composite – Global Index</i>	<i>Barclays Cash Composite – U.S. Index</i>
Barclays 1-3 month T-bill index	Barclays 1-3 month T-bill index

资料来源：中国银河证券研究部、S&P Dow Jones Indices

Dow Jones 指数系列的年回报表现在 2015 年有了较大下滑，均呈现亏损状态。

图 9：Dow Jones Target Date Index Series Yearly Total Return Performance (%)

Yearly Total Return Performance (%)

	2015	2014	2013	2012	2011
Dow Jones Target Today Index	-0.63	3.86	1.41	5.44	5.26
Dow Jones Target 2005 Index	-0.63	3.92	1.54	5.66	5.15
Dow Jones Target 2010 Index	-0.72	4.20	3.00	6.40	4.49
Dow Jones Target 2015 Index	-0.97	4.48	5.49	7.65	3.42
Dow Jones Target 2020 Index	-1.04	4.81	9.05	9.23	2.01
Dow Jones Target 2025 Index	-1.11	5.14	12.84	10.94	0.49
Dow Jones Target 2030 Index	-1.21	5.50	16.59	12.56	-1.20
Dow Jones Target 2035 Index	-1.61	5.80	19.90	13.92	-2.62
Dow Jones Target 2040 Index	-1.94	6.03	22.38	14.88	-3.59
Dow Jones Target 2045 Index	-2.15	6.16	23.71	15.32	-3.99
Dow Jones Target 2050 Index	-2.23	6.19	23.89	15.35	-4.00
Dow Jones Target 2055 Index	-2.23	6.19	23.89	15.35	-4.00

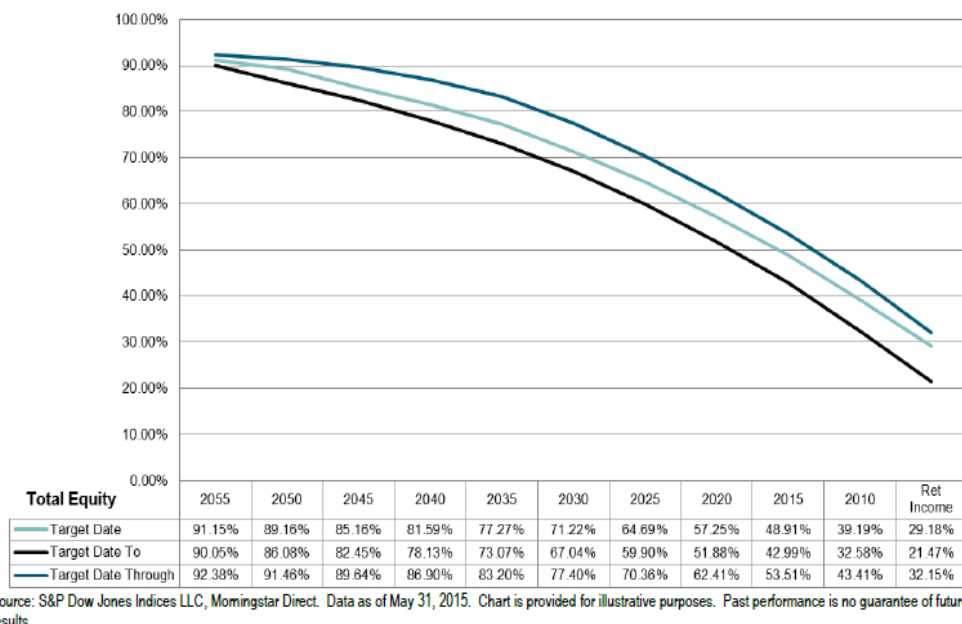
资料来源：中国银河证券研究部、S&P Dow Jones Indices

S&P Target Date Index Series

与 Dow Jones Target Date Index Series 类似的还有 FTSE 编制的指数和 S&P Target Date Index Series, 前者与 Dow Jones 很接近, 不再介绍。不同于这两种, S&P Target Date Index Series 在其 Glide Path 的构造上更偏重于反映主动生命周期的配置理念。S&P Target Date Index Series 是通过提取所选目标日期基金的持仓和大类资产比重情况来计算确定生命周期指数大类资产的配置比例。由此得到的不同目标日期中各资产的权重初始值之后进行拟合绘制综合的权重变动曲线。最后再根据这条权重变动曲线来配置不同目标日期指数的资产比例。

由此, S&P 方式会得到类似如下的 Glide Path:

图 10: S&P Target Date Benchmark Glide Path – Total Equity



资料来源：中国银河证券研究部、S&P Dow Jones Indices

根据 Glide Path, S&P 对应的指数又可以根据大类资产比重、历史风险收益和预期风险收益水平来计算不同的目标日期指数成份所占比重,由此组成 S&P Target Date Index Series, 而其中所有资产都用 ETF 来代替。且从上图对比也可看到, S&P 还有“To”和“Through”的风格指数, 它们的 Glide Path 分居两侧。

表 5 S&P Target Date Index Series

Asset Class		ETF	Ticker
Equities – Developed Markets	U.S. LargeCap	iShares Core S&P 500 ETF	IVV
	U.S. MidCap	iShares Core S&P Mid-Cap ETF	IJH
	U.S. SmallCap	iShares Core S&P Small-Cap ETF	IJR
	Asia Pacific	iShares Core MSCI Pacific ETF	IPAC
	Europe	iShares Core MSCI Europe ETF	IEUR
Equities – Emerging Markets	Emerging Markets	iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	IEMG
Fixed Income	Broad Market	iShares Core Total USD Bond Market ETF	IUSB
	U.S. Treasuries	iShares Core U.S. Treasury Bond ETF	GOVT
	U.S. Investment Grade Corporates	iShares Core U.S. Credit Bond ETF	CRED
	International Aggregate Bonds	iShares Core International Aggregate Bond ETF	IAGG

资料来源：中国银河证券研究部、S&P Dow Jones Indices

美国生命周期指数型产品

2006 年 6 月底,为了相对于原先主动式管理提高风险分散能力,降低运作成本,Wells Fargo 将旗下的生命周期基金 Wells Fargo Advantage Outlook Fund 变更为追踪 Dow Jones Target Date

Index (Global) 的新的生命周期基金产品，并命名为 Wells Fargo Advantage DJ Target Fund。截至 2016 年二季度末，Wells Fargo 旗下已经有 2010-2060 到期日系列的约 12 支生命周期指数型基金产品，资产管理总规模达到约 155 亿美元。

（四）美国生命周期基金管理缺陷

尽管生命周期基金在美国市场取得了成功，但其管理运营模式仍存在不少缺陷。首先，封闭式架构的管理存在利益冲突，管理人往往会将基金投资于同一公司旗下的其他共同基金，并且为了赚取更多的管理费会用配置更多主动管理型基金产品。其次，在转换投资管理人时，由于投资管理人兼具账户管理人角色，因此转换成本也不容小视。

开放式架构尽管引入了外部管理人机制，将各类资产交给最擅长的管理人进行管理，但其中的沟通成本和资产配置调整成本都较高。

此外，在金融危机期间，生命周期基金暴露出了许多缺陷。对于部分即将到期的基金和“Through”型基金，仍然持有的大量权益类资产在金融海啸面前遭受了巨大的损失。过于激进的权益类资产配置比例可能是基金管理人出于投资者退休后资产保值需要的考虑，但更多是因为基金管理人为了谋求自身利益而配置高费率的高风险资产。

在近些年，部分主动型生命周期基金的 Glide Path 并不稳定，如 Putnam Retirement Ready 在 2008 至 2010 三年间权益类资产配置比例年平均变动率超过 6%，这样的基金管理显然不利于生命周期基金的仓位控制、成本控制和长期收益保证。

五、Vanguard 旗下生命周期基金介绍

（一）Vanguard 生命周期基金介绍

根据上述美国生命周期基金资产管理规模排名，位列第一名的美国 Vanguard 先锋基金的市场份额逼近 30%。截至 2016 年第二季度末，Vanguard 管理的生命周期基金总规模超过 2500 亿美元，旗下基金包括 Vanguard Instl Trgt Retire 2010 – 2060 和 Vanguard Target Retirement 2010 – 2060 等 37 支目标日期基金产品。主要的资金集中在 Vanguard 2015-2035 基金系列。

表 6 Vanguard 旗下目标日期基金

Vanguard 基金名称	净资产（美元）	管理规模（美元）
Vanguard Instl Trgt Retire 2010 Instl	1,679,928,493	1,679,928,493
Vanguard Instl Trgt Retire 2015 Instl	5,622,195,963	5,622,195,963
Vanguard Instl Trgt Retire 2020 Instl	10,462,957,227	10,462,957,227
Vanguard Instl Trgt Retire Inc Instl	1,867,572,455	1,867,572,455
Vanguard Target Retirement 2010 Inv	5,748,117,720	5,748,117,720
Vanguard Target Retirement 2015 Acc	1,179,929	1,179,929
Vanguard Target Retirement 2015 Inv	17,367,738,897	17,367,738,897
Vanguard Target Retirement 2020 Acc	2,449,814	2,449,814
Vanguard Target Retirement 2020 Inv	26,614,769,655	26,614,769,655

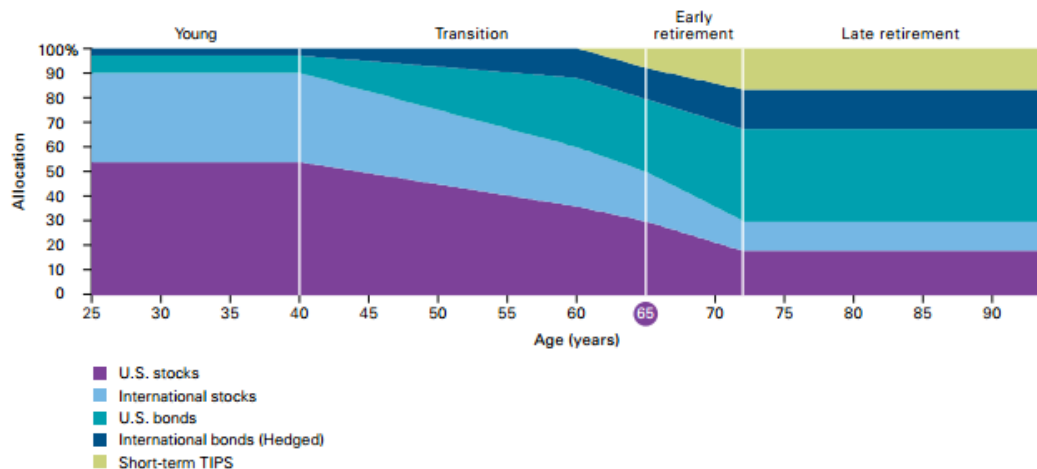
Vanguard Target Retirement Income Inv	10,527,205,716	10,527,205,716
Vanguard Instl Trgt Retire 2025 Instl	12,081,131,474	12,081,131,474
Vanguard Instl Trgt Retire 2030 Instl	10,125,947,148	10,125,947,148
Vanguard Instl Trgt Retire 2035 Instl	9,415,300,197	9,415,300,197
Vanguard Instl Trgt Retire 2040 Instl	7,589,007,058	7,589,007,058
Vanguard Instl Trgt Retire 2045 Instl	6,012,072,697	6,012,072,697
Vanguard Target Retirement 2025 Acc	382,692	382,692
Vanguard Target Retirement 2025 Inv	30,439,909,700	30,439,909,700
Vanguard Target Retirement 2030 Acc	634,304	634,304
Vanguard Target Retirement 2030 Inv	23,677,472,017	23,677,472,017
Vanguard Target Retirement 2035 Acc	334,756	334,756
Vanguard Target Retirement 2035 Inv	23,364,811,124	23,364,811,124
Vanguard Target Retirement 2040 Acc	152,963	152,963
Vanguard Target Retirement 2040 Inv	16,400,492,926	16,400,492,926
Vanguard Target Retirement 2045 Acc	205,767	205,767
Vanguard Target Retirement 2045 Inv	15,087,517,699	15,087,517,699
Vanguard Instl Trgt Retire 2050 Instl	3,632,050,178	3,632,050,178
Vanguard Instl Trgt Retire 2055 Instl	1,220,859,574	1,220,859,574
Vanguard Instl Trgt Retire 2060 Instl	269,109,894	269,109,894
Vanguard Target Retirement 2050 Acc	260,643	260,643
Vanguard Target Retirement 2050 Inv	8,922,101,835	8,922,101,835
Vanguard Target Retirement 2055 Acc	184,362	184,362
Vanguard Target Retirement 2055 Inv	3,017,879,475	3,017,879,475
Vanguard Target Retirement 2060 Inv	1,017,884,520	1,017,884,520

资料来源：中国银河证券研究部、Bloomberg、晨星

（二）Vanguard Glide Path 设计

如前所述，生命周期基金根据不同时间点投资者的风险收益水平预期来调整投资组合决策。因此，生命周期基金的 Glide Path 设计对于生命周期基金的资产配置和管理至关重要。Vanguard 的 Glide Path 随着到期日的临近，低风险资产（如国债和其他债券）的比例从初始时 10% 逐渐提高至 70%，而高风险资产（如股票等）的比例则逐步下降。Vanguard 的目标日期基金在到期后仍配置约 30% 的风险资产。

图 11：Vanguard 目标日期基金 Glide Path 曲线



Notes: Figure assumes that a particular fund was selected based on a projected target retirement age of 65. TIPS = Treasury Inflation Protected Securities (see discussion of TIPS later in the text).
Source: Vanguard.

资料来源：中国银河证券研究部、Vanguard

(三) 三个不同日期目标到期基金比较

基于对 Glide Path 的分析，我们对具体的生命周期基金的大类资产配置和投资工具选择进行分析。对于 Vanguard 旗下不同到期日的目标日期基金，我们分别选取已经到期的 Vanguard Target Retirement 2015 Inv, Vanguard Target Retirement 2020 Inv 和 Vanguard Target Retirement 2040 Inv 三支基金产品进行比较分析。

Vanguard Target Retirement 2015 Inv

该基金在 2015 年到期，截至 2016 年二季度末管理资产规模约为 174 亿美元，在 2008 年金融危机期间有过较大下滑亏损。

图 12: Vanguard Target Retirement 2015 Inv 历史净值变化

Hypothetical growth of \$10,000

As of 6/30/2016



资料来源：中国银河证券研究部、Vanguard

就该基金的大类资产配置而言，截至 2016 年二季度末共配置了 53.3% 的低风险资产（包括投资级别债券、国际债券和通胀保护债券等）和 46.7% 的高风险资产（主要为股票）。可见到期时 Vanguard 的目标日期基金也保持着较高的风险资产配置比例。

表 7 Vanguard Target Retirement 2015 Inv 投资组合

Ranking by Percentage	Fund	Percentage
1	Vanguard Total Bond Market II Index Fund Investor Shares	30.50%
2	Vanguard Total Stock Market Index Fund Investor Shares	28.20%
3	Vanguard Total International Stock Index Fund Investor Shares	18.50%
4	Vanguard Total International Bond Index Fund Investor Shares	13.60%
5	Vanguard Short-Term Inflation-Protected Securities Index Fund Investor Shares	9.20%
Total	—	100.00%

资料来源：中国银河证券研究部、Vanguard

Vanguard Target Retirement 2020 Inv

该基金在 2020 年到期，截至 2016 年二季度末管理资产规模约为 266 亿美元，同样在 2008 年金融危机期间有过较大下滑亏损。

图 13: Vanguard Target Retirement 2020 Inv 历史净值变化

Hypothetical growth of \$10,000

As of 6/30/2016



资料来源：中国银河证券研究部、Vanguard

就该基金的大类资产配置而言，截至 2016 年二季度末共配置了 42.2% 的低风险资产（包括投资级别债券、国际债券和通胀保护债券等）和 57.8% 的高风险资产（主要为股票）。其风险资产比例高于已到期的基金。

表 8 Vanguard Target Retirement 2020 Inv 投资组合

Ranking	by	Fund	Percentage
1	Percentage	Vanguard Total Stock Market Index Fund Investor Shares	34.80%
2		Vanguard Total Bond Market II Index Fund Investor Shares	28.30%
3		Vanguard Total International Stock Index Fund Investor Shares	23.00%
4		Vanguard Total International Bond Index Fund Investor Shares	12.30%
5		Vanguard Short-Term Inflation-Protected Securities Index Fund Investor Shares	1.60%
Total		—	100.00%

资料来源：中国银河证券研究部、Vanguard

Vanguard Target Retirement 2040 Inv

该基金在 2040 年到期，截至 2016 年二季度末管理资产规模约为 164 亿美元，同样在 2008 年金融危机期间有过较大下滑亏损。

图 14: Vanguard Target Retirement 2040 Inv 历史净值变化

Hypothetical growth of \$10,000
As of 6/30/2016



资料来源：中国银河证券研究部、Vanguard

就该基金的大类资产配置而言，截至 2016 年二季度末共配置了 11.8% 的低风险资产（包括国内国际债券等）和 88.2% 的高风险资产（主要为股票）。由于距离到期日很远，因此该基金的风险资产比例显著高于之前两支基金产品。

表 9. Vanguard Target Retirement 2040 Inv 投资组合

Ranking Percentage	by Fund	Percentage
1	Vanguard Total Stock Market Index Fund Investor Shares	53.00%
2	Vanguard Total International Stock Index Fund Investor Shares	35.20%
3	Vanguard Total Bond Market II Index Fund Investor Shares	8.20%
4	Vanguard Total International Bond Index Fund Investor Shares	3.60%
Total	—	100.00%

资料来源：中国银河证券研究部、Vanguard

在投资工具的选择上，我们发现 Vanguard 旗下这几支目标日期基金选择的都是 Vanguard 旗下其他基金，且均为被动管理类型的指数型基金。近年来被动型基金产品管理成本低、透明度高以及业绩表现稳定等优势使得其增速明显高于主动型基金。对于 Vanguard 这样一家管理资产规模巨大的基金公司而言，选择被动管理型的指数型基金构成生命周期基金的投资组合有助于其更高效、低成本地控制风险收益水平，达到基金产品的设计要求。此外，Vanguard 旗下种类丰富齐全的基金产品线也为自身管理生命周期基金提供了便利。

六、美国 401(k) 计划

(一) 美国 401(k)计划概述

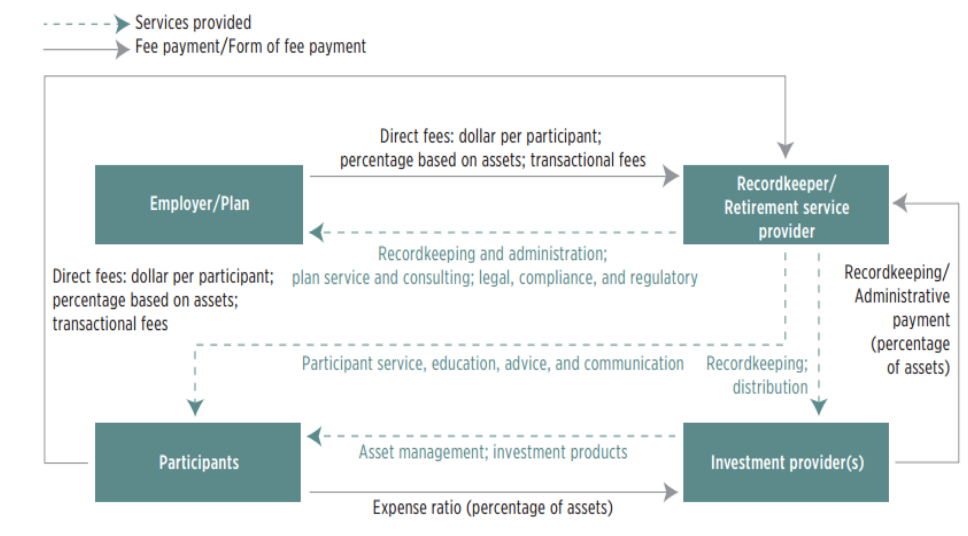
美国 401(k)计划也称 401(k)条款, 由美国 1978 年《税收改革法案》中《国内税收法》中的第 401 条第(k)项而得名。当时的美国国会决定鼓励国民增加养老储蓄, 并希望提供一种养老金储蓄途径同时降低州税和联邦税。因 401(k)计划涉及退休投资递延税问题, 故由美国国税局专门制定条例, 相关内容在国税条例 (Internal Revenue Code) 401(k)部分。

401(k)计划是美国企业养老金计划的重要组成部分, 相当于中国的企业年金计划。美国的系列退休计划称为固定分担额退休金计划, 包括利润分享计划、个人退休金账户 (IRA)、小型企业雇员配款 (Simple IRA)、简易雇员退休金 (SEP) 和货币购买计划等, 它们的分担额是由雇员或雇主规定。

401(k)计划是一种由雇员、雇主共同缴费建立起来的完全基金式的养老保险制度, 在 20 世纪 90 年代迅速发展, 取代传统社会保障体系成为美国私人盈利性公司首选的社会保障计划。401(k)计划属于固定缴费型 (DC) 计划, 由企业为员工设立专门的 401(k)账户。员工每月从工资中拿出一定比例资金存入养老金账户, 企业也按一定比例为员工存入一定资金。同时企业为员工提供 3-4 种不同证券组合投资计划供员工选择投资。在员工退休时可把这部分资金一次性领取、分期领取或转为存款。

私营企业雇员在每个月投入的资金占工资比例上具有较高的弹性。通常雇员每月最高可存入工资的 15%, 但雇主有权限制该金额。美国国税局在 2015 年规定的全年总缴款限额为 18,000 美元。这笔资金存入 401(k)账户并交由第三方进行管理, 投资共同基金、债券、货币市场等。401(k)计划的相关费用可以由雇主 (资助者) 直接缴纳, 也可以由雇员 (参与者) 直接缴纳, 或由参与者通过计划管理人间接支付, 甚至三种方式结合并行。

图 15: 美国 401(k)计划费用模式协议

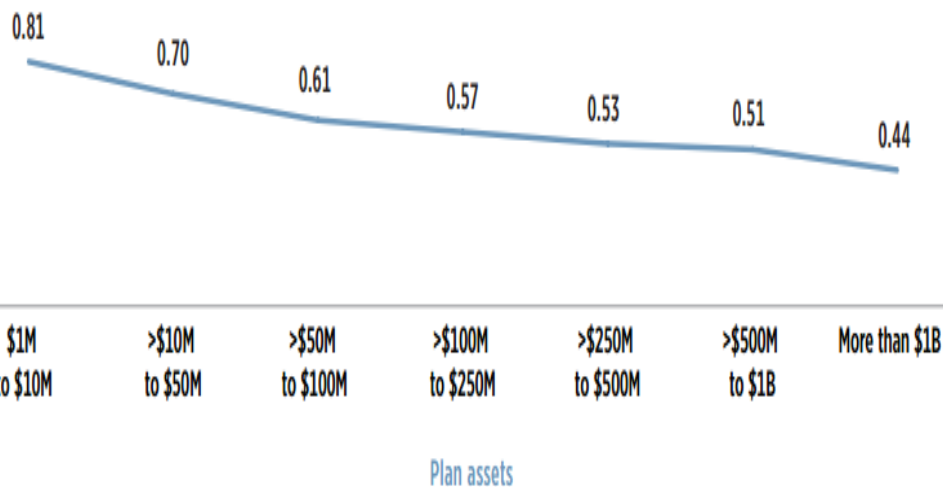


资料来源：中国银河证券研究部、ICI

(二) 美国 401(k)计划费率

Bright Scope 和 ICI 联合对 2013 年 30,758 份 DC/401(k)计划进行研究发现，随着这些计划参与人数和平均资产规模的增大，综合费率逐渐减少。投资于国内权益类共同基金的 401(k)计划平均综合费率在 100 万至 1,000 万美元规模下为 0.81%，随资金增多费率逐步降低。而当资产规模超过 10 亿美元时，平均费率就下降到了 0.44%。这主要是由于参与者和资金规模的增大使得固定成本摊销之后变得更低，因此也降低了相应的管理费率。

图 16：投资于权益类基金的 401(k)计划规模及平均费率（2013 年）

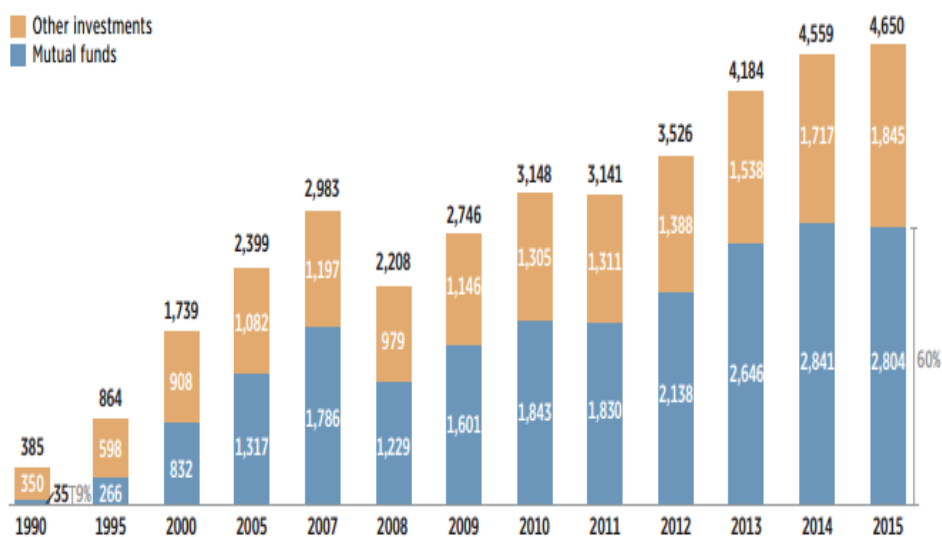


资料来源：中国银河证券研究部、ICI

（三）美国 401(k)计划投资情况

根据 ICI 的数据，截至 2015 年末，约有 60% 的 401(k)计划管理的资金投资于共同基金。同时这些 401(k)计划参与者为了降低投资于共同基金的成本，倾向于投资较低费率或组合换手率较低的基金。

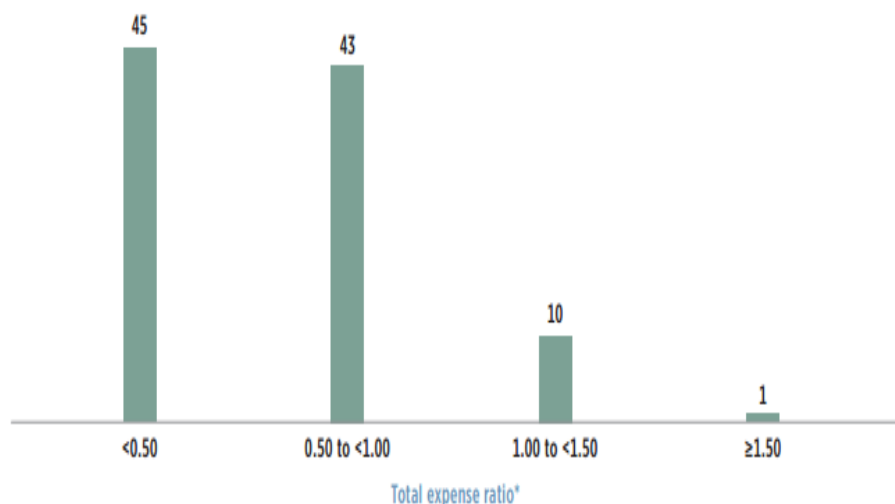
图 17：美国 401(k)计划资金投资分布（十亿美元）



资料来源：中国银河证券研究部、ICI

在 2015 年末,美国 401(k)计划所持有的权益类资产中,45%投资于费率低于 0.5%的基金,88%投资于费率低于 1%的基金。401(k)计划投资权益类基金的平均费率在 0.53%左右,而行业投资权益类基金的平均费率则达到 0.68%

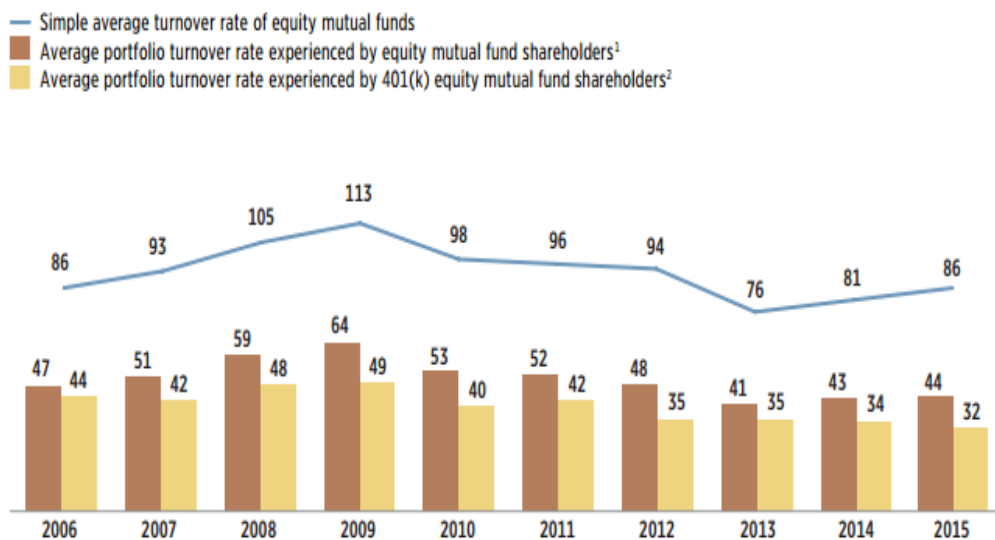
图 18: 投资于权益类基金的 401(k)计划资产平均费率情况 (2015 年)



资料来源: 中国银河证券研究部、ICI

同样,美国 401(k)计划投资权益类基金的平均换手率在 32%左右,而行业全部平均值在 44%左右。但从 2013 年开始换手率的差距在逐年缩小。

图 19: 投资于权益类基金的资产组合平均换手率

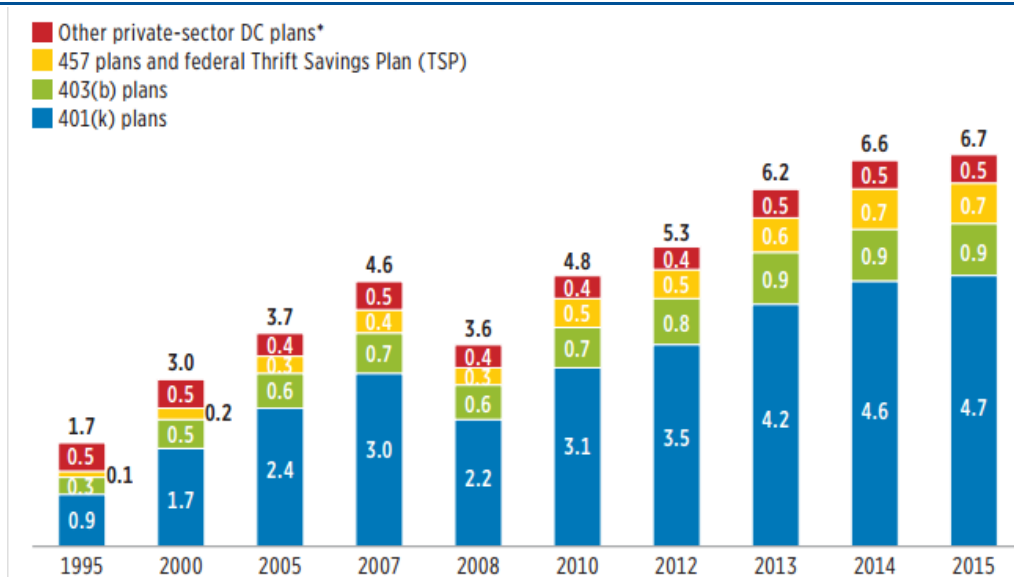


资料来源：中国银河证券研究部、ICI

(四) 美国 401(k) 账户参与者

截至 2015 年末，DC 计划的总资产规模达到 6.7 万亿美元，其中 401(k) 计划占据着最大的市场份额，达到了 4.7 万亿美元。

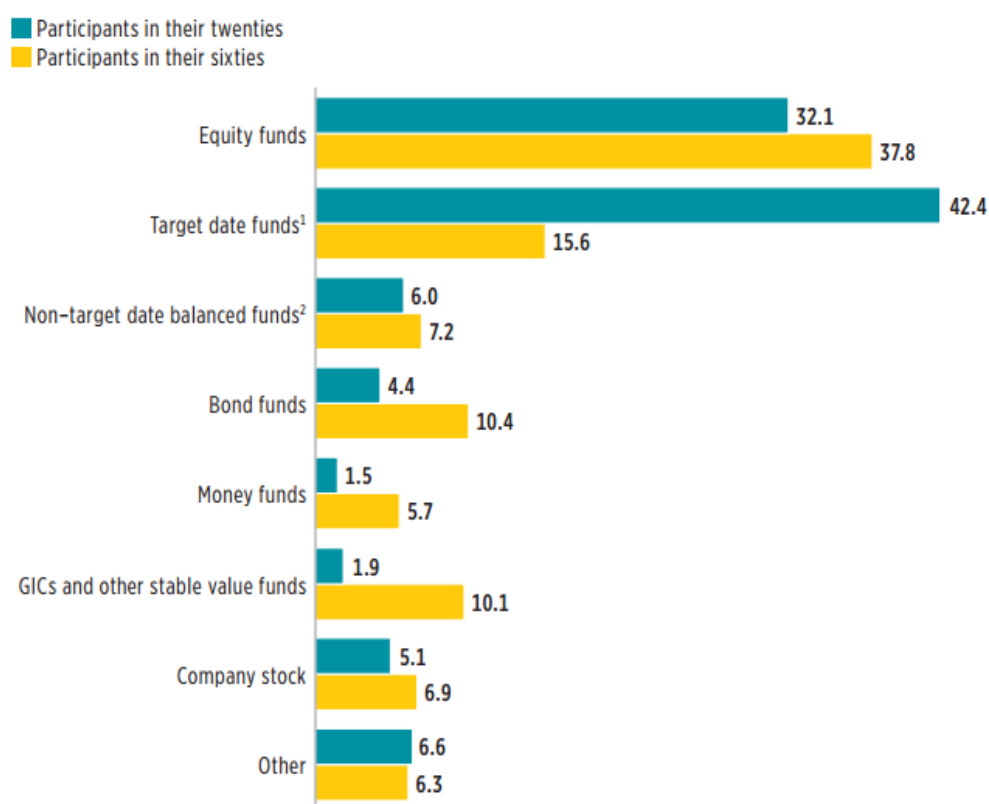
图 20：美国各类固定缴费型(DC)计划资产规模（万亿美元）



资料来源：中国银河证券研究部、ICI

几乎所有的大型 401(k) 计划都提供了美国股票基金、国际股票基金和美国债券基金以便计划参与者进行资产配置多样化决策。关于 401(k) 计划参与者的资产配置决策，平均而言年轻的参与者会配置更多的权益类资产——股票基金及目标日期基金中的股票部分等。根据 ICI 的数据，截至 2014 年底，20-29 岁间的参与者约有 37% 投向股票，42% 投向目标日期基金，仅有 8% 投向投资保证合同(GICs)、稳定价值型基金、货币市场基金及债券基金，汇总权益投资约为 78%；而 60-69 岁参与者约有 45% 投向股票，15% 投向目标日期基金，汇总权益投资的资产比例约为 56%，低于前者。

图 21：不同年龄段参与者的 401(k) 账户资产配置平均比例（2014 年）

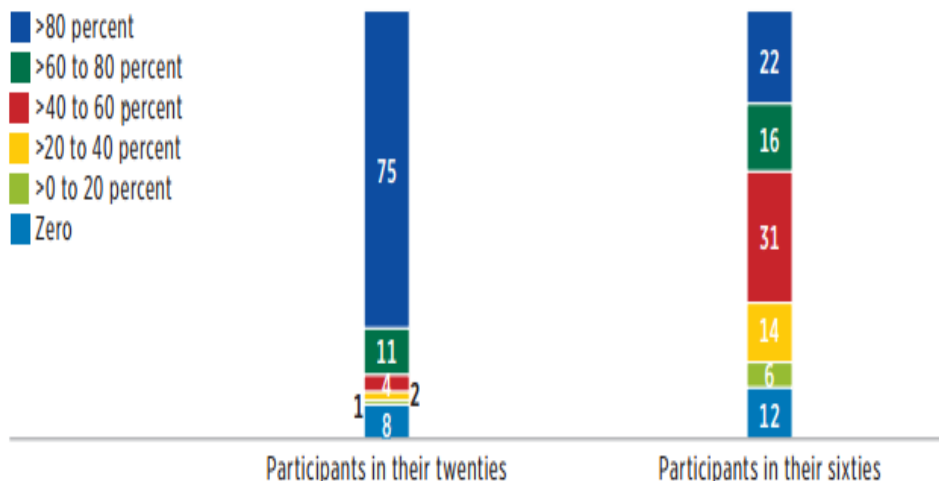


资料来源：中国银河证券研究部、ICI

此外，截至 2014 年底，75% 的 401(k) 参与者在 20-29 岁时会配置超过 80% 的权益资产比例，而这一数字在参与者 60-69 岁时下降至 22%；另有 9% 的 401(k) 参与者在 20-29 岁时会配置少于 20% 的权益资产比例，而这一数字在参与者 60-69 岁时上升至 18%。

图 22：不同年龄段参与者的 401(k) 账户权益类资产配置比重分布（2014 年）

Percentage of 401(k) account balance invested in equities



资料来源：中国银河证券研究部、ICI

税收优惠、以养老为目的的制度设计监管和雇主雇员缴费制度的合理设计都推动了 401(k) 计划的发展，提高了美国国内的储蓄率。同时美国成熟的资本市场为养老金的长期投资提供了适合的市场环境。但目前 401(k) 计划的发展速度开始减缓，年轻参与者数量下降，“婴儿潮”对应的退休者开始进入领取期，能否合理使用退休金难以保证。在 401(k) 计划中，雇员承担的风险也受资本市场波动影响而愈发明显。

七、我国生命周期基金发展

（一）我国生命周期基金介绍

目前我国金融市场上有三支基金在产品设计、投资策略和运作模式上与美国的生命周期基金非常类似——大成财富管理 2020、汇丰晋信 2016 和汇丰晋信 2026。从 Glide Path 设计角度来看，三支基金的高风险资产配置比例（即对应于权益类资产配置比例）随着目标到期日的临近而减小。在经过到期日之后，基金仅保留一小部分的高风险资产而绝大部分配置低风险资产，对应我国金融市场则是形成了以固定收益资产管理为主导的基金管理模式。

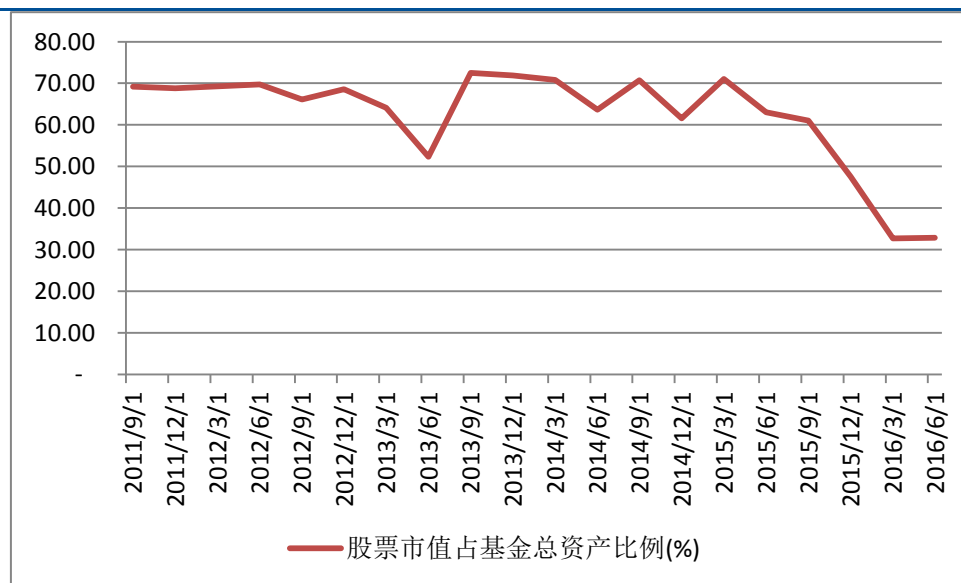
另一方面，这三支基金的权益类资产配置比例可调范围较大，为基金管理和投资组合的调整留有较大的操作空间。可以看到，尤其是大成财富管理 2020 和汇丰晋信 2016 这两支基金，其权益类资产比例下限均为 0，给予基金管理人更多的自主性。

表 10. 国内生命周期基金基本资料

基金名称	大成财富管理 2020		汇丰晋信 2016		汇丰晋信 2026	
基金公司	大成基金		汇丰晋信基金		汇丰晋信基金	
发行日期	2006.09.13		2006.05.23		2008.07.23	
到期日期	2020.12.31		2016.05.31		2026.08.31	
基金规模	27.25 亿元 (16Q2)		5.59 亿元 (16Q2)		0.87 亿元 (16Q2)	
	基金区间	权益类资产比例%	基金区间	权益类资产比例%	基金区间	权益类资产比例%
	2006.09-2010.12	0-95	2006.06-2007.05	0-65	2008.07-2012.08	60-95
			2007.06-2008.05	0-60		
			2008.06-2009.05	0-55		
	2011.01-2015.12	0-75	2009.06-2010.05	0-45	2012.09-2016.08	50-80
			2010.06-2011.05	0-40		
			2011.06-2012.05	0-35		
	2016.01-2020.12	0-50	2012.06-2013.05	0-25	2021.09-2026.08	10-40
			2013.06-2014.05	0-20		
			2014.06-2015.05	0-15		
Glide Path	2021.01 至以后	0-20	2015.06-2016.05	0-10	2026.09 至以后	0-20
			2016.06 至以后	0-5		

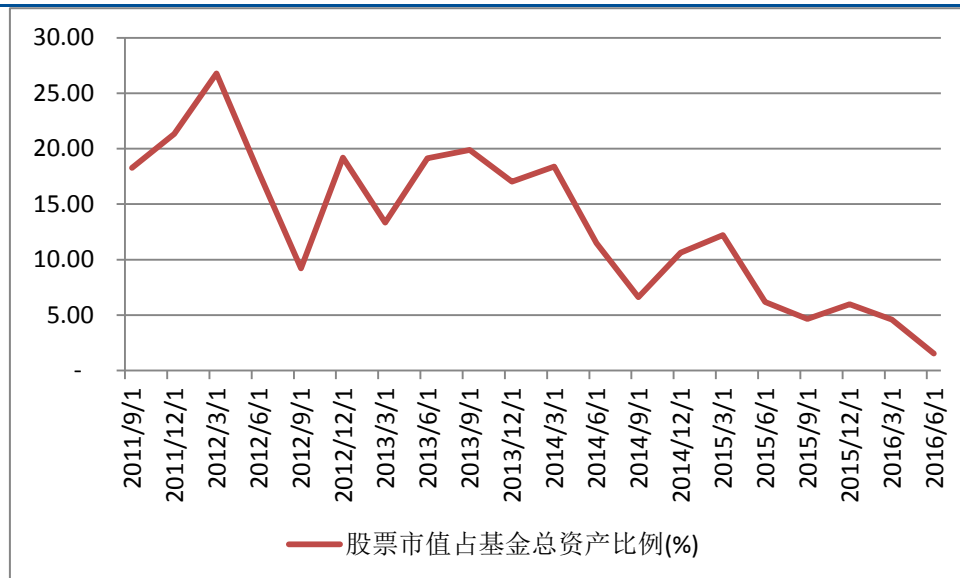
资料来源：中国银河证券研究部、各基金招募说明书、基金合同

图 23：大成财富管理 2020 资产配置-股票占比%



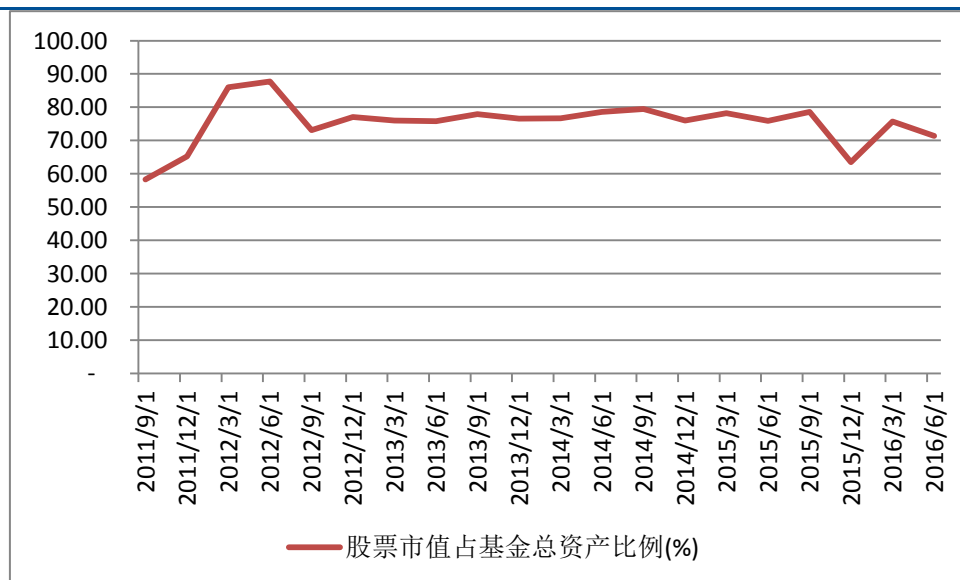
资料来源：中国银河证券研究部、Wind 资讯

图 24：汇丰晋信 2016 资产配置-股票占比%



资料来源：中国银河证券研究部、Wind 资讯

图 25：汇丰晋信 2026 资产配置-股票占比%



资料来源：中国银河证券研究部、Wind 资讯

上述三支基金的资产配置均按照 Glide Path 设计并根据到期日远近而不断调整资产配置。对于规定的权益类资产配置比例,在不同阶段基金的实际权益类资产配置比例均与上下限有一定差距,而这也恰恰反映出投资组合调整操作的灵活性和自主性。

从上述我国三支现有生命周期基金产品的规模来看,相比近万亿元的企业年金规模,这一体量远远低于成熟水平。从投资者结构方面来看,我国生命周期基金多位个人散户投资者参与投资,而非像美国那样的企业年金账户参与投资。

一方面,我国企业年金管理者为特定的投资管理机构,主要以提供投资组合的形式参与市场,而只有在不具备年金管理资格情况下才会利用公募产品形式进入管理市场;另一方面,我国《企业年金基金管理办法》较严格地规定了投资股票等权益类资产的配置比例不得高于投资组合企业年金基金净值的 30%,而生命周期基金的初始权益类资产配置比例往往高于 70%。因此利用生命周期基金产品来设计 Glide Path 用于企业年金管理存在阻力。

我国生命周期指数开发

根据美国市场经验以及我国相关政策,国内可以市场化操作的主要是个人账户基金、企业年金以及个人养老保险。在国外,这三部分养老金能够进行个性化资产配置,适用于生命周期基金产品。而在我国,由于个人账户管理处于试点阶段,个人养老保险主要是为了减少兑付风险,因此目前看来,企业年金采用市场化管理方式最为可行,但仍需有关政策的调整与适应。

但目前,受制于股票及股票基金 30%投资比例的政策限制,企业年金即使采用短期生命周期基金的设计办法来配置权益类资产比例,也往往难以达到政策标准。

未来资金进入生命周期基金管理市场之后,我国可以考虑自主开发生命周期指数系列。参照美国 S&P Dow Jones Indices 的做法,国内市场可以选取例如沪深 300 的股票指数和中证全债、中证短融等固定收益类资产指数来进行权重拟合形成生命周期指数,符合资产配置的需要。在长期来看,生命周期基金的固定收益类资产比例将会随着到期日的临近而逐渐提高,使得资金能够获得相对稳定的抗通胀能力和长期收益。另一方面,初始时的股票类资产高比例可能会引起短期高风险。此外,针对不同时间点的资产配置的调整至关重要,良好的择时能力决定了生命周期基金的长期收益。

2015 年,由上海证券有限责任公司、中国基金报、深圳证券信息有限公司共同研究开发的中国年金指数和中国养老生命周期基金系列指数正式发布,对生命周期基金的发展有比较重大的意义。

(二) 中国版 401(k)计划

2013 年发布的《财政部 人力资源社会保障部 国家税务总局关于企业年金 职业年金个人所得税有关问题的通知》财税〔2013〕103 号,为企业年金的税收递延提供了政策支持。

可以简单理解为:缴纳时不交个税,投资收益不缴个人,最后领取时,缴纳个税。(这里只是简要理解,如需准确规定,需要参考通知原文)

“1. 企业和事业单位(以下统称“单位”)根据国家有关政策规定的办法和标准,为在本单位任职或者受雇的全体职工缴付的企业年金或职业年金(以下统称“年金”)单位缴费部分,

在计入个人账户时，个人暂不缴纳个人所得税。

2. 个人根据国家有关政策规定缴付的年金个人缴费部分，在不超过本人缴费工资计税基数的4%标准内的部分，暂从个人当期的应纳税所得额中扣除。”

“年金基金投资运营收益分配计入个人账户时，个人暂不缴纳个人所得税。”

“1. 个人达到国家规定的退休年龄，在本通知实施之后按月领取的年金，全额按照“工资、薪金所得”项目适用的税率，计征个人所得税；在本通知实施之后按年或按季领取的年金，平均分摊计入各月，每月领取额全额按照“工资、薪金所得”项目适用的税率，计征个人所得税。”

中国版 401(k)计划实际就是目前实施的企业年金，但目前推动存在诸多阻力。首先中国的税收制度需要进行重大调整，通过税收优惠政策补充养老保险计划的发展。其次国内社会保障和养老金制度仍不够完善，企业与民众普遍缺乏利用社保和养老金进行投资意识。另外，中国有一些国企、央企的缴费替代率较高，补充养老的需求不足，需要调整。而中国股市最近一年波动性较大，养老金如何投资需要考虑。目前继一些试点省份之后，养老金入市正加速筹备中。

八、我国生命周期基金的启示与展望

如前所述，由于我国养老体系过度依赖于社会统筹账户，在人口老龄化趋势下的养老金缺口压力越来越大。而且相对于国际平均水平，我国基本养老保险替代率偏高。完善我国养老保险制度、解决基本养老金问题的关键就在于要利用税收优惠等政策大力发展补充养老保险计划，增加企业年金的规模。

同时借鉴发达国家的经验，企业年金交付专业投资管理机构进行管理运营，政府实行监管职能，使得企业年金取得长期收益，保证养老金制度的成功。而生命周期基金无疑是其中与参与者时间期限和风险收益特征最为匹配的基金类型，适合于企业年金的投资管理。当然引入各式信托基金、FOF 相关产品的配套完善是发展生命周期基金使得企业年金获得长期投资收益的前提。

目前，受限于资产配置政策要求，我国生命周期基金还无法直接作为企业年金计划的投资组合，但能够通过公募基金的方式参与市场。由于公募基金产品线丰富、长期投资收益稳健且信息披露和制度规范公开透明，因此未来除了通过政策手段改变改善生命周期基金发展现状以外，还可以通过大量配置公募基金实现生命周期基金的发展。

生命周期基金能够帮助投资者获取与不同时间点上风险承受能力相匹配的长期投资收益，但这一切都要基于准确清晰的产品设计和透明规范的资产配置。从国外的经验教训我们可以看出，未来在我国生命周期基金的发展过程中，要时刻注意对高风险资产的控制与基金运营的有效监管问题，达到养老金增值保值的预期目标。

生命周期基金发展需要两个前提：一是税收优惠政策，二是由个人账户且可单独投资。

目前税收优惠政策已经有一部分，但个人账户目前单独投资实现的并不多，未来如果两方面都有较好的发展，生命周期基金会有比较好的发展。

九、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律,但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势,所以报告结论有可能无法正确预测市场发展,报告阅读者需审慎参考报告结论。

图表目录

图 1: 下滑路径曲线 (Glide Path Curve) 简介	3
图 2: 美国养老金体系金字塔	5
图 3: 美国退休金管理市场资金来源构成	5
图 4: 美国生命周期基金规模结构 (十亿美元)	8
图 5: 美国养老金投资目标日期基金规模占比 (十亿美元)	8
图 6: 美国目标日期基金资金来源构成	9
图 7: 美国养老金投资目标风险基金规模占比 (十亿美元)	10
图 8: Dow Jones Target Date Index Glide Path	11
图 9: Dow Jones Target Date Index Series Yearly Total Return Performance (%)	12
图 10: S&P Target Date Benchmark Glide Path – Total Equity	13
图 11: Vanguard 目标日期基金 Glide Path 曲线	16
图 12: Vanguard Target Retirement 2015 Inv 历史净值变化	17
图 13: Vanguard Target Retirement 2020 Inv 历史净值变化	18
图 14: Vanguard Target Retirement 2040 Inv 历史净值变化	19
图 15: 美国 401(k) 计划费用模式协议	21
图 16: 投资于权益类基金的 401(k) 计划规模及平均费率 (2013 年)	22
图 17: 美国 401(k) 计划资金投资分布 (十亿美元)	23
图 18: 投资于权益类基金的 401(k) 计划资产平均费率情况 (2015 年)	24
图 19: 投资于权益类基金的资产组合平均换手率	24
图 20: 美国各类固定缴费型(DC)计划资产规模 (万亿美元)	25
图 21: 不同年龄段参与者的 401(k) 账户资产配置平均比例 (2014 年)	26
图 22: 不同年龄段参与者的 401(k) 账户权益类资产配置比重分布 (2014 年)	26
图 23: 大成财富管理 2020 资产配置-股票占比%	28
图 24: 汇丰晋信 2016 资产配置-股票占比%	29
图 25: 汇丰晋信 2026 资产配置-股票占比%	29
表 1 汇丰晋信 2016 生命周期基金逐年资产配置表	2
表 2 全球各地区目标日期基金的统计 (截止 2016 年 7 月)	7
表 3 美国前 20 大目标日期基金公司	10
表 4. Dow Jones Target Date Index Series	12
表 5 S&P Target Date Index Series	14
表 6 Vanguard 旗下目标日期基金	15
表 7 Vanguard Target Retirement 2015 Inv 投资组合	18
表 8 Vanguard Target Retirement 2020 Inv 投资组合	19
表 9. Vanguard Target Retirement 2040 Inv 投资组合	20
表 10. 国内生命周期基金基本资料	28

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

朱人木，证券分析师；王红兵，证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn