

林晓明 执业证书编号：S0570516010001
研究员 0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

黄晓彬 执业证书编号：S0570516070001
研究员 0755-23950493
huangxiaobin@htsc.com

张泽 0755-82493656
联系人 zhangze@htsc.com

相关研究

- 1 《金工：基于多种风险溢价的配置组合构建》2020.05
- 2 《金工：ETF 规模数量大涨品类不断丰富》2020.05
- 3 《金工：低利率环境下寻找优质高息资产》2020.05

中国养老目标基金初诞全景回顾

产品设计渐趋成熟、业绩表现符合养老投资预期

各国积极进行养老金体系改革，发展三支柱养老模式成为全球的共同趋势

当前全球 65 岁及以上人口占比逐年增加，面对人口老龄化问题，各国政府都在积极探索和完善养老保障制度，以期构建更加安全、高效且可持续的养老金体系。目前大部分国家养老金体系都采用政府强制参保与雇主及个人自愿参保相结合的三支柱模式，让政府、雇主及个人共同承担起养老的责任。在三支柱体系下，各国在养老金的缴纳和投资管理等方面又有所差异，美国、新加坡和瑞典分别作为成熟制度、解决老龄化增速大、解决老龄化程度深的成功代表都大幅缓解其国内的养老问题。

我国老龄化形势严峻且当前过度依赖养老第一支柱，第三支柱亟待发展

近年我国平均人口寿命不断提高，人口老龄化程度不断加深，2019 年底 65 岁及以上人口占总人口比例已升高至 12.6%，且人口老龄化增速排名世界前列，全社会赡养老年人压力与日俱增。据人社部数据，我国养老体系目前高度依赖由政府养老的第一支柱，而雇主参与的第二支柱发展不充分，个人养老的第三支柱尚处于起步阶段。我国养老第一支柱近年来已经出现资金缺口，考虑到老龄化趋势仍将持续，发展养老第三支柱刻不容缓，养老目标基金作为第三支柱的重要组成，是破解我国养老问题的关键产品。

养老目标基金是美国养老保障的重要组成，国内后续发展空间较大

从发达国家经验来看，养老目标基金在美国发展迅速，2019 年底总规模为 1.778 万亿美元，十年来平均增速达到 13.83%，其资金来源主要为美国最大的养老资产 DC 计划与 IRAs，体现出养老目标基金对长期资金具有很强的吸引力。此外，美国养老第三支柱中的 IRAs 投资共同基金的比例常年维持在 40%-50%，其中以投资目标基金为主的混合基金近十年维持在共同基金 20%左右的占比，可见目标基金成为了美国第三支柱的重要组成部分。国内养老目标基金起步阶段规模较小，但未来增长空间可期。

易方达等基金公司积极布局养老目标产品，助力养老第三支柱的繁荣发展

国内公募基金自 2018 年起陆续成立，截至 2020 年 4 月 20 日，已有 72 只养老目标基金，总规模达到 276 亿。国内各基金公司目标风险基金多是稳健型目标风险基金，且多为一年期初持有期，而平衡型目标风险基金多为三年期初持有期，权益上限不超过 60%，高于一年持有期的 30%。在目标日期基金方面，国内基金公司产品覆盖多种到期日，充分考虑各年龄阶段的养老需求，例如易方达基金设计的 2033 等差异化到期日的产品序列满足了更广泛的目标日期需求。

我国养老目标基金产品日趋丰富，能有效控制短期风险，长期投资价值高

我国目标风险基金主要分为稳健型和平衡型，稳健型基金的权益资产配置比例中枢多为 20%、25%，平衡型基金的中枢多为 50%、55%，向上、向下浮动比例一般不超过 5%和 10%；目标日期基金产品覆盖的到期日范围从 2025 年到 2050 年。收益表现方面，从 2018 年 2 月到 2020 年 4 月 20 日，FOF 基金优于中证基金指数和沪深 300 指数，而养老目标基金是我国 FOF 主体，继承了稳健的投资特点。今年一季度的极端行情中养老目标基金经受住了考验，目标风险和目标日期基金都较好的控制了下跌风险。当前市场回暖之际，养老目标 FOF 基金的长期配置价值进一步凸显。

风险提示：成熟市场经验应用于本土市场时，存在市场基础、政策条件、投资者成熟程度等多方面的差异，直接应用可能存在不适用性，需要就本土市场特征进一步分析后才可应用。报告中涉及到的具体基金产品不代表任何投资建议，请投资者谨慎、理性地看待。

正文目录

成熟国家典型养老金体系介绍与我国三支柱发展不充分的现状	3
强制储蓄、税免政策引导居民养老投资，多层次养老金体系成国际主流	3
成熟制度代表：美国政府、企业、个人养老三支柱体系充分发展保障居民退休养 老收入	4
解决老龄化增速过快问题的成功代表：新加坡强制雇员养老储蓄，并投入国家发 展建设	5
解决老龄化程度严重问题的成功代表：瑞典融合现收现付制与基金积累制统筹管 理养老金	6
中国人口老龄化形势严峻，发展第三支柱缓解养老金压力迫在眉睫	7
中国老龄人口占比较高，老龄人口增速名列世界前茅，社会整体养老压力不断增 大	8
当前中国严重依赖养老第一支柱，第二支柱发展不充分，而第三支柱建设尚处于 起步阶段	9
养老第三支柱承载着破局使命，而养老目标基金是其重要组成	11
养老目标基金国内外发展历史与现状：初期皆小，规模增长依赖市场积累	11
养老目标基金 1990 年代在美国诞生并迅速发展，当前已成为第三支柱的重要组 成部分	11
中国养老目标基金规模 276 亿元，诞生初期规模虽小但承载破局使命，对标国 际前程远大	12
中国各基金公司在养老产品上的布局：结合市场现状，同时考虑长远需要	14
目标风险基金以一年持有期稳健型和三年持有期平衡型产品为主	14
目标日期基金到期日覆盖未来 30 年，易方达到期日设计丰富了产品序列满足差 异化需求	15
中国养老目标基金诞生一年多以来业绩良好，适合长期持有	17
FOF 业绩优于同期普通公募及股指，而养老目标基金是我国 FOF 的主体	17
目标风险基金通过权益上下限控制风险，半年、一年业绩统计皆获正收益	18
一年持有期稳健型权益上限不超 30%，三年期平衡型权益上限不超 60%	18
目标风险基金受益于波动率控制策略在今年极端行情下表现出明显的抗跌特性	19
目标日期基金面对巨幅波动有效控制短期风险，长期持有价值经受住考验	20
持有期越长，到期年份越远，目标日期基金下滑曲线起点越高期初权益比重越大	20
极端市场行情目标日期基金通过调整权益比重控风险，近期市场回暖配置机会进 一步凸显	22
风险提示	24

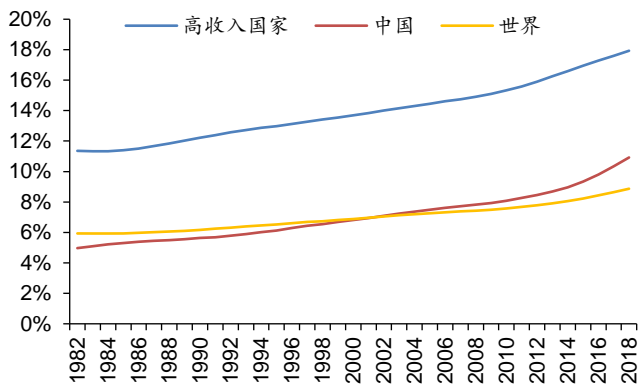
成熟国家典型养老金体系介绍与我国三支柱发展不充分的现状

养老金是一国老年人养老的重要物质基础。按照联合国的定义,当一个国家或地区 65 岁及以上的老年人口占总人口的 7% 以上时,就认为该国家或地区进入老龄化社会。当前世界各国都在面对人口老龄化问题,并不断地完善养老保障制度,以构建更加安全、高效且可持续的养老金体系。目前大部分国家养老金体系都是以政府强制参保与雇主及个人自愿参保相结合的模式运行,让政府、雇主及个人共同承担起养老的责任。

强制储蓄、免税政策引导居民养老投资,多层次养老金体系成国际主流

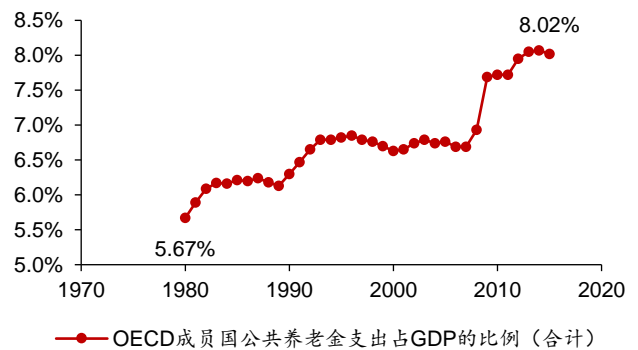
世界银行数据显示,全球 65 岁及以上人口比重逐年增加,截至 2018 年底,世界 65 岁及以上人口占比达到 8.87%。其中,高收入国家老龄人口占比达到 17.93%,中国老龄人口占比达到 10.92%,人口老龄化给各国养老金的支出都带来了不小的压力。公共养老金支出占国家 GDP 的比重是一国政府公共养老金给付可持续性的重要体现。据经济合作与发展组织(以下简称 OECD)统计,OECD 成员国公共养老金支出占 GDP 的比例(合计)由 1980 年的 5.67% 到 2015 年的 8.02%,整体呈上升趋势。该趋势反映了 OECD 国家公共养老金给付的可持续性面临挑战。随着老龄化现象的加剧,领取养老金人群的扩大,预计未来该比重将会继续上升,传统有赖政府支出养老金的模式将难以承受未来养老金需求持续增长带来的压力。

图表1: 65 岁及以上的人口占总人口的百分比



资料来源:世界银行,华泰证券研究所

图表2: OECD 成员国公共养老金支出占 GDP 的比例(合计)



资料来源:OECD 数据库,华泰证券研究所

面对传统养老金运行模式不堪重负的情况,各国鼓励雇主制定养老金计划,鼓励个人储蓄投资等养老方式应运而生。1994 年,世界银行出版了《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》,首次提出了建立养老金的“三支柱”模式:第一支柱是由政府管理的待遇确定型公共养老金制度,属于强制和非积累制的;第二支柱是雇主发起的职业养老金制度,由政府提供税收优惠;第三支柱个人自愿参加的养老储蓄计划,由政府提供税收激励。

图表3: 养老金的“三支柱”模式



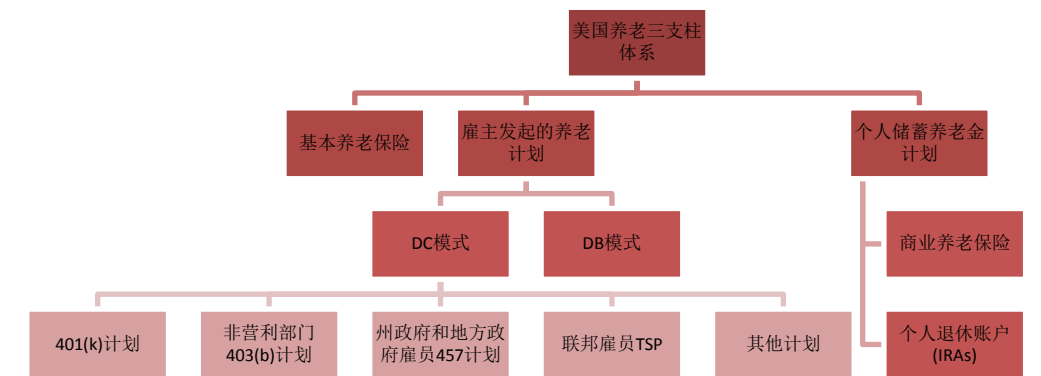
资料来源:世界银行,华泰证券研究所

目前世界各国建立的养老金体系与世界银行提出的养老三支柱模式基本相同，都是由政府、企业和个人共同承担养老金的给付。但各国在养老金的缴纳和投资管理等方面各有不同，其中美国的养老金投资管理模式成熟且完善，新加坡则是通过强制雇主雇员储蓄养老金为国家建设提供长久的经济保障，瑞典是以高税收来保障公民养老金的典型代表。

成熟制度代表：美国政府、企业、个人养老三支柱体系充分发展保障居民退休养老收入

美国的养老金体系是全球最为成熟和完善的体系之一。据 OECD 统计，截至 2018 年底美国养老基金持有资产 27.55 万亿美元，占全体 OECD 成员持有养老基金资产的 66.56%。美国养老基金的庞大规模是解决美国公民养老问题的有力保障。美国养老金体系经过长期发展和不断改革，已经发展成由政府基本养老保险、雇主发起的养老金计划和个人储蓄养老金计划构成的“三支柱”养老金体系。

图表4： 美国养老三支柱体系



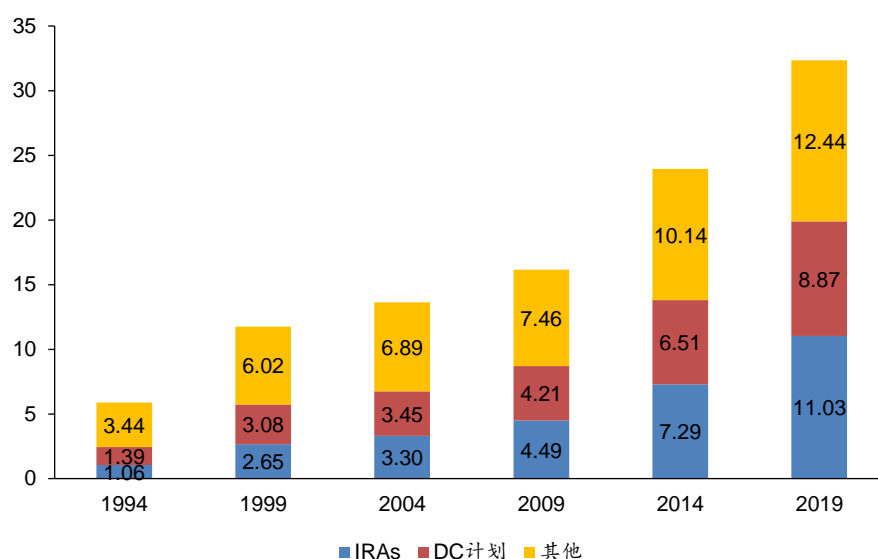
资料来源：美国财政部，华泰证券研究所

第一支柱的基本养老保险是美国政府发起的强制养老金计划。该计划设立了一项名为社会保障税的专项税收，由政府专门管理，用于养老金的供给。养老金供给采用现收现付模式，即当期的社会保障税收用于当期的养老金支付，不足部分由政府财政保障支出。

第二支柱是雇主发起的养老金计划。该计划主要分为确定型的 DB 计划和缴费确定型的 DC 计划。DB 计划指雇主与职工协商确定未来职工退休后的待遇，该待遇一般与雇员退休前薪酬成一个固定的比例，雇主承担基金运作中面临的投资风险。DC 计划指雇主为雇员建立个人账户，按期缴入确定金额并进行投资管理，雇主无需承担计划运作过程中的风险。随着美国资本市场的成熟，养老金的投资管理选择更加多样化，雇主发起的养老金计划中 DC 计划成为主流。原因在于相比于根据工作年限及薪资确定固定养老金收入的 DB 计划，DC 计划的多样选择性可以更好地满足不同雇员的风险偏好，DC 计划在投资管理上赋予参与者更大的自主权，参与者可以选择不同的投资产品进行养老金投资以获得不同的收益水平，该过程主要通过购买基金产品、保险公司的年金等方式来实现。

第三支柱的个人储蓄养老金计划主要以个人退休账户（IRAs）和商业养老保险为主。IRAs 是一种在美国政府税收政策激励下的个人自愿参与型的养老储蓄模式。作为美国养老体系第三支柱最为重要的组成部分，IRAs 也是以 DC 计划施行。在投资管理方面，IRAs 所有者可以委托金融机构投资股票、债券、基金、年金保险等资产。IRAs 自 1974 年启动以来发展迅速，截至 2019 年底，IRAs 账户资产高达 11 万亿美元，占养老金总资产的比例高达 34.1%。

图表5：美国养老金资产总规模及构成（万亿美元）



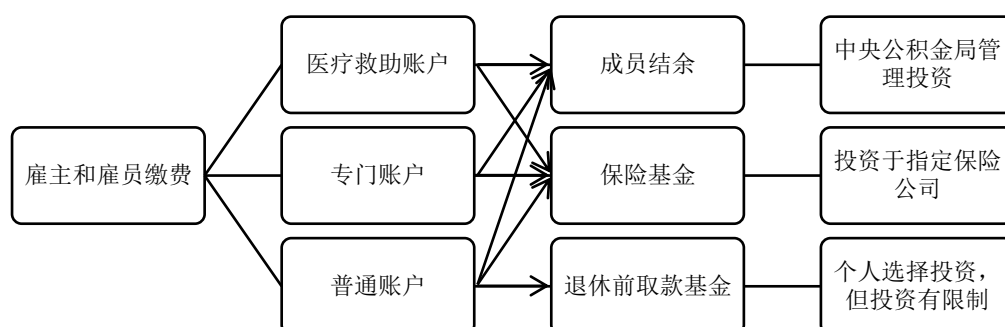
资料来源：ICI，华泰证券研究所

解决老龄化增速过快问题的成功代表：新加坡强制雇员养老储蓄，并投入国家发展建设

新加坡是全球老龄化速度最快的国家之一，2017~2018 年新加坡 65 岁及以上人口占比的增长速度为 8.35%，位列世界第二。作为人口老龄化速度最快的国家之一，新加坡政府秉持“政府不养老”的养老理念，在养老金体系当中扮演一个监督、管理养老金投资的角色，而不是传统给付养老金的角色，取得了较为瞩目的效果。

新加坡为退休人群设立了以强制性储蓄计划为核心的中央公积金制度。从养老金筹资角度上看，养老资金主要来源于雇主和雇员，政府通过要求强制储蓄的手段来确保国民的自我保障，而政府本身不补贴任何费用。由雇主和雇员按一定比例缴纳的钱款，会被分配至医疗救治账户、专门账户和普通账户当中，并由政府的中央公积金局统一管理。从养老金的管理上看，新加坡采取的是以政府为核心的集中化管理模式。中央公积金局的投资决定，都由其下货币管理公司和政府管理公司执行，分别利用中央公积金对银行存款、国债进行投资管理以及国内基础设施建设和住房建设。同时，国家指定的商业保险机构作为补充，为公积金提供保险产品业务，进一步完善新加坡的养老储蓄体系。

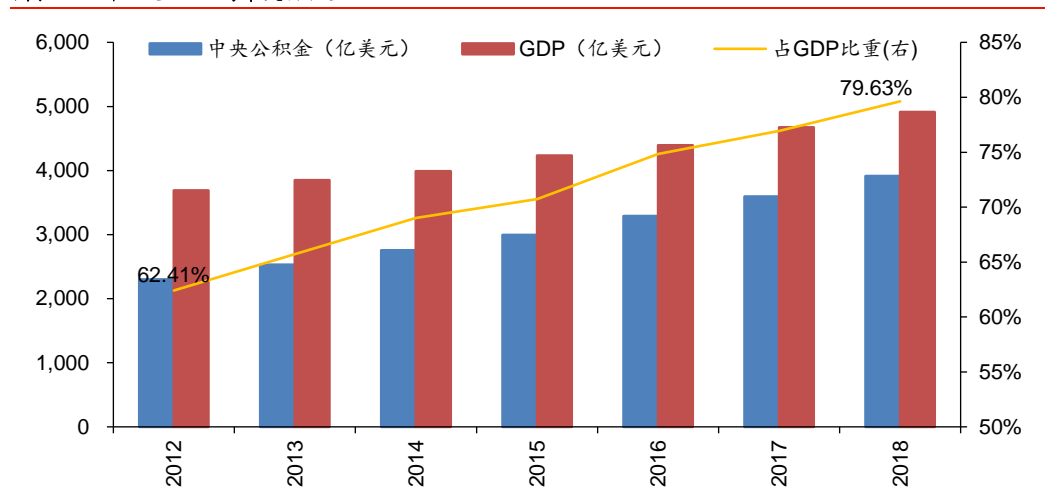
图表6：新加坡中央公积金资金流动图



资料来源：《新加坡中央公积金管理模式及其投资政策分析》，华泰证券研究所

值得一提的是，公积金成为了新加坡的经济发展充足的资金保障。在 2018 年，新加坡中央公积金达到 390 亿美元，是新加坡 GDP 的 0.8 倍，这些资金可用于新加坡的基础设施建设等方面，政府会对普通账户支付 2.5% 的利息，对特殊和医疗账户支付 4% 的利息，从而将公民缴纳的公积金用以促进了新加坡的经济发展。

图表7：新加坡 GDP 与中央公积金



资料来源：新加坡统计年鉴（2019 年），华泰证券研究所

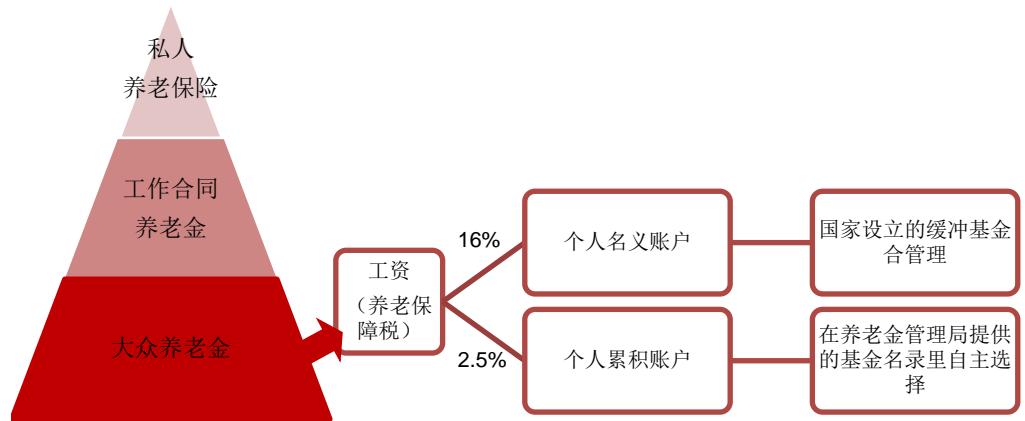
作为人口老龄化形势严峻的国家，新加坡的中央公积金制度成功地将养老的责任分担到企业和个人身上。通过国家监督的强制性储蓄，新加坡能在政府不承担巨大的养老金支付压力的同时，还能以国家名义利用养老金投资，一方面提高国民养老金待遇水平，另一方面能够利用数额巨大的公积金缴费，为国家的基础设施建设提供了充足的资金保障。

解决老龄化程度严重问题的成功代表：瑞典融合现收现付制与基金积累制统筹管理养老金

瑞典在五十年前已经迈入老龄化社会，20 世纪 70 年代以来，瑞典 65 岁及以上人口占比已超过 13%。在单纯由政府支出养老金的体系下，瑞典政府的财政压力随着老龄化情况加剧而加重，1994 年，瑞典养老金支出占 GDP 的比值是 1980 年的 1.23 倍，瑞典政府难以承受经济增速缓慢和人口老龄化带来的双重压力。20 世纪 90 年代末，瑞典开始对养老金制度进行改革，于 1999 年推出了政府、企业和个人共同承担养老责任的金字塔型养老金体系，并开始使用名义账户制进行养老金的筹资、给付和投资管理，成功解决了养老金支出带来的财政压力。

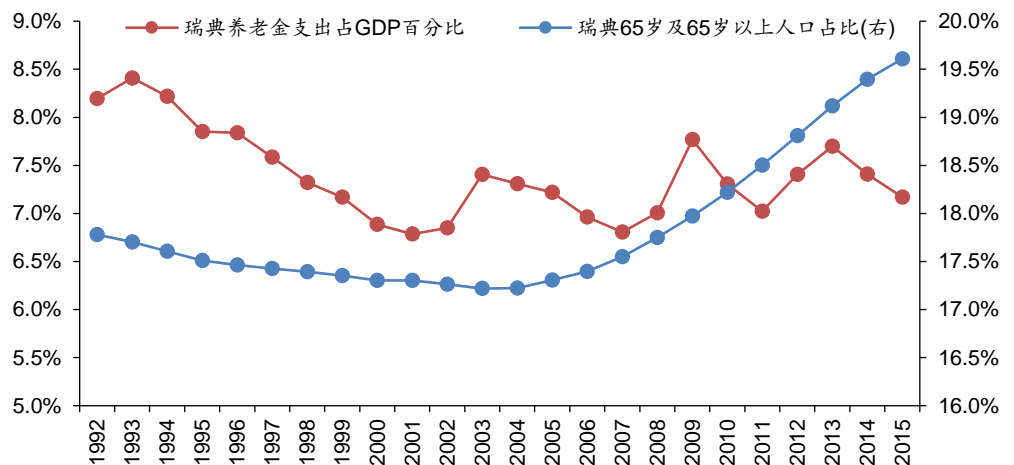
名义账户制融合了现收现付制与基金积累制。从融资模式来看，名义账户制和现收现付制是一致的，即由雇主雇员以养老保障税的形式向养老金体系缴费，并用于当期退休者的养老金支付。从待遇给付方式来看，退休者的养老金是根据该账户历史上个人缴费的名义积累额与资金收益之和进行支付。从运作管理模式来看每个账户都以记账的方式记录缴纳的资金明细，在退休时候依据记录进行养老金的支付。

瑞典养老金体系的名义账户制缴费，是一种与自己切身利益有直接关系的税收，可以视为一种国家强制的储蓄，相比于单纯的现收现付制和基金累积制，该制度更能激发劳动者积极性。名义账户制的强制性、可随时查看缴费余额的透明性，以及和未来养老金收入挂钩的特性，不仅扩大了养老金的资金来源，让政府的公共养老金支付压力减小，也提高了国民劳动积极性。同时，国家会对养老金进行统一的投资管理，从长期看更有利于财政的可持续性。这也是瑞典能够在社会人口老龄化的不断加剧的情况下，依旧能够维持国民养老福利的重要原因。

图表8：瑞典养老金体系概览

资料来源：瑞典财政部，华泰证券研究所

自 1999 年推行该养老金体系以来，瑞典的养老金体系改革收效显著。对于瑞典政府来说，不再单纯依靠政府承担养老金支付后，瑞典的公共养老金支出增加过快的压力得到缓解。过去的 20 年间，瑞典 65 岁及以上人口占比，由 1999 年的 17.35% 迅速提升至 2018 年的 20.10%。在如此快速的人口老龄化进程当中，瑞典的公共养老金支出却处在一个稳中有降的趋势里，1999 年，瑞典公共养老金支出占 GDP 的比重为 7.71%，在 2015 年，该比重依旧维持在 7.17%。面对较为严重的人口老龄化，瑞典的公共养老金支出并没有为政府带来较大的压力，这充分说明了瑞典名义账户制养老金体系改革的成功。

图表9：瑞典 65 岁及以上人口占比和公共养老金支出占 GDP 的比重

资料来源：世界银行，OECD 数据库，华泰证券研究所

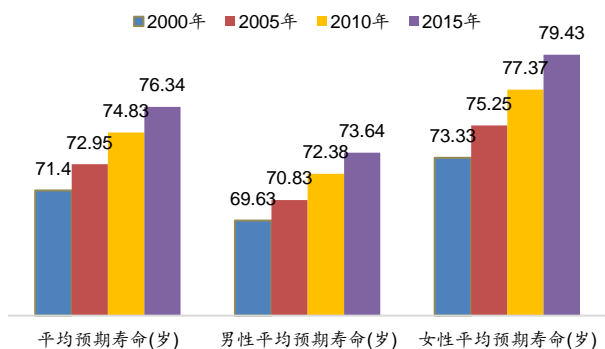
中国人口老龄化形势严峻，发展第三支柱缓解养老金压力迫在眉睫

当前，世界各国都在不断完善和发展自身的养老体系，以期构建更高效且可持续的养老金给付制度，除了上述三个代表性国家之外，还有例如介于纯国家福利和商业保险计划之间的荷兰和挪威，典型养老三支柱体系的澳大利亚、加拿大和日本，为特殊职业专设养老金的四支柱体系的韩国等等。但归根结底，这些养老金体系都是以三支柱养老金体系为框架衍生出来适合本国国情的体系，都体现了将养老责任分摊至雇主及个人，而不单单由政府单独承担。多支柱体系具有更好的可持续性，能更好地应对当前人口老龄化带来的养老金支付压力增加的问题，这一点已经在多个国家的成功上得到了验证。我国在人口老龄化程度不断加深，速度不断加快的背景下，也提出要尽快发展多支柱的养老体系。

中国老龄人口占比较高，老龄人口增速名列世界前茅，社会整体养老压力不断增大

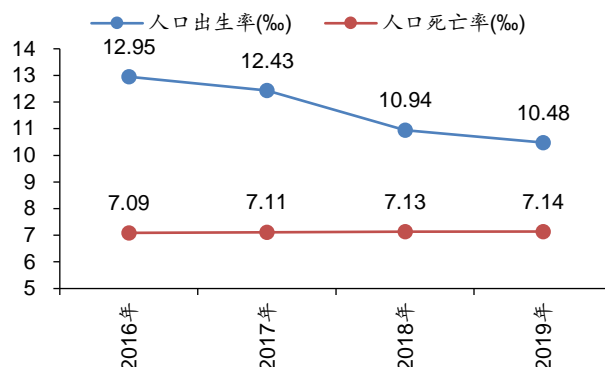
人口平均寿命提高而自然增长率下降，使得我国人口结构往老龄化发展。据每五年一次的人口普查数据显示，从 2000 年到 2015 年，我国平均人口寿命从 71.4 岁增长至 76.3 岁。与此同时出生率近年来却呈下降趋势，由 2016 年的 12.95% 下降到 2019 年的 10.48%，死亡率相对比较稳定，这使得我国人口平均年龄上升，老龄人口比重增加。

图表10： 我国人口平均寿命逐渐提高



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

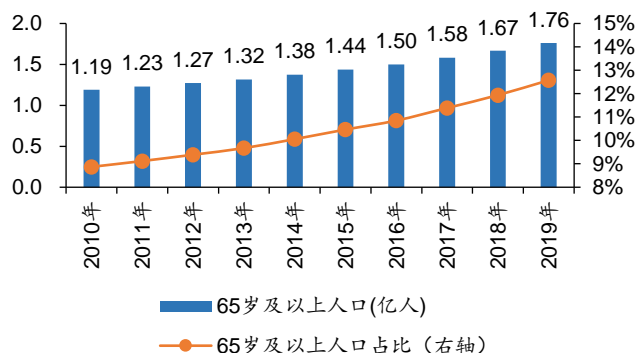
图表11： 人口出生率下降而死亡率维持稳定



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

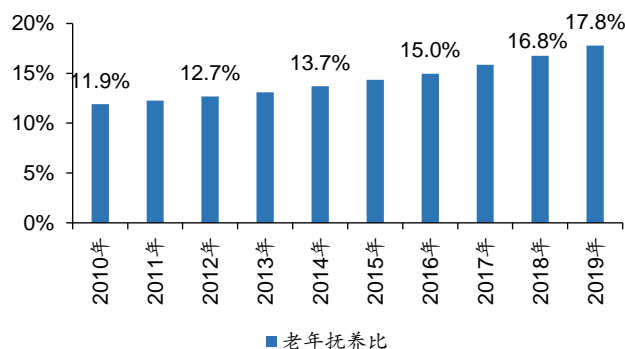
我国 65 岁及以上人口占总人口比例逐年增长。据国家统计局数据，我国 65 岁及以上人口由 2010 年的 1.19 亿人增加到 2019 年的 1.76 亿人，占总人口比例由 2010 年的 8.9% 上升至 2019 年的 12.6%。随之而来的年轻人的赡养压力也逐渐增加，老年抚养比由 2010 年的 11.9% 上升至 2019 年的 17.8%，这意味着 2010 年由 8.40 个年轻人赡养一位老人，而到 2019 年下降至 5.62 个年轻人赡养一位老人，社会整体的养老压力不断增大。

图表12： 我国老龄人口占比逐年增长



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表13： 老年抚养比压力渐渐升高

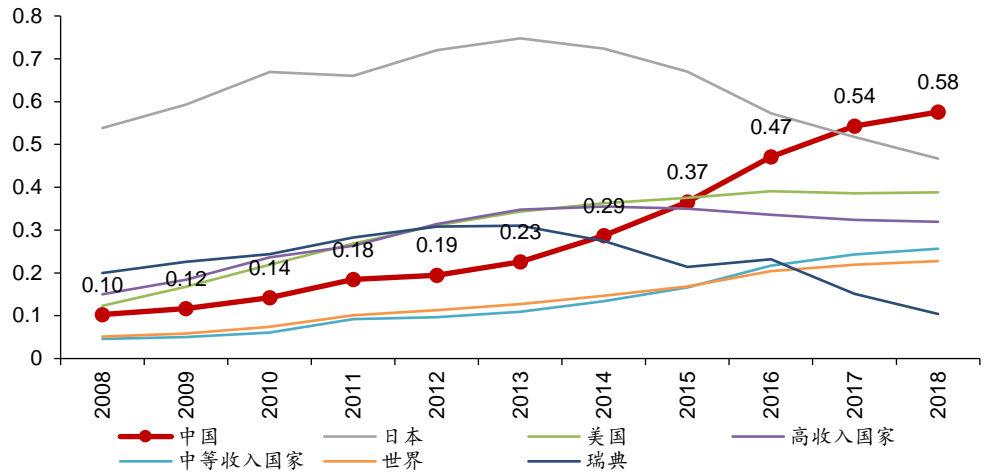


注：老年抚养比 = 65 岁及以上人口数 / 15 至 64 岁劳动人口数

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

据世界银行数据，我国 65 岁及以上人口占总人口比例的年变化率，也即增长速度也在逐年增加，相比 2017 年，2018 年的老年人口占比上升了 0.58%，增幅超过老龄化已经很严峻的日本，且明显高于世界平均增幅 (0.23%)。在世界银行统计的两百多个国家及地区中，中国 2018 年老年人口占比年变化率排名第 8，已然成为了老龄化趋势发展最为迅速的国家之一。同时考虑到计划生育使得 90 后群体多为独生子女，90 后群体的父母也逐渐迈入高龄，而二胎政策的放开也未使得出生率上升，故我国人口结构老龄化的趋势仍将继续。

图14： 中国、美国、日本及全球总体 65 岁及以上人口占比的年变化率（%）



资料来源：世界银行，华泰证券研究所

当前中国严重依赖养老第一支柱，第二支柱发展不充分，而第三支柱建设尚处于起步阶段

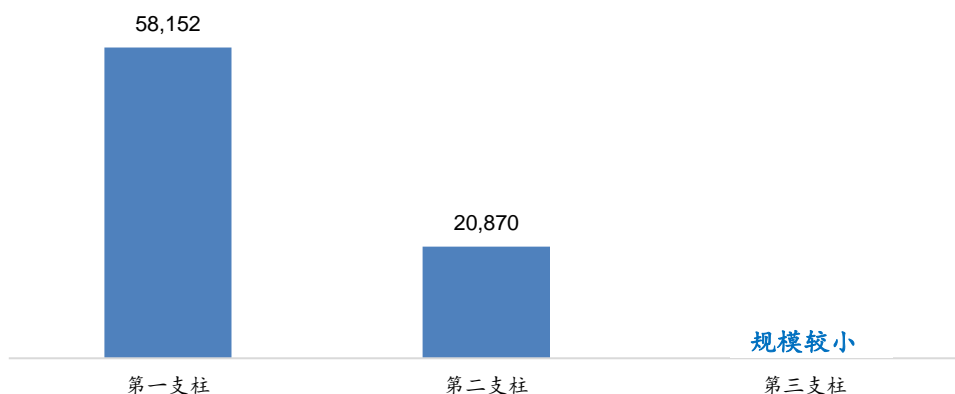
据中国人力资源和社会保障部数据，我国 2018 年城镇职工基本养老保险累计结存 50901 亿元，城乡居民基本养老保险累计结存 7250 亿元，第一支柱合计 58152 亿元；第二支柱累计结存合计 20870 亿元，其中企业年金基金 14770 亿元，职业年金 6100 亿元；据人社部公告，养老保险第三支柱政策文件正在制定中，拟采取账户制并建立统一管理平台，第三支柱主要包括个人养老金、符合规定的银行养老理财、商业养老保险、基金等金融产品。

图15： 我国养老三支柱具体类别（规模为 2018 年数据）

支柱	类别	规模（亿元）
第一支柱（基本养老保险）	城镇职工基本养老保险	50901
	城乡居民基本养老保险	7250
第二支柱	企业年金	14770
	职业年金	6100
第三支柱	个人养老金、符合规定的银行养老理财、商业养老保险、基金等金融产品	—

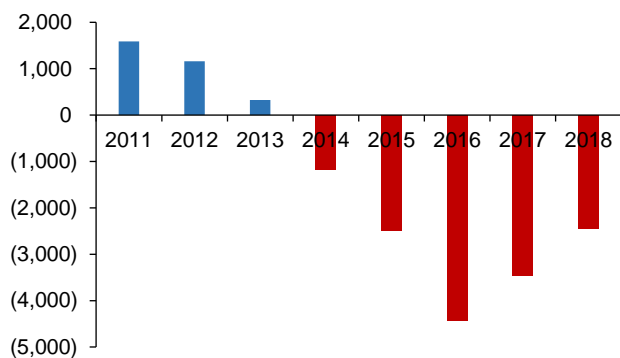
资料来源：中国人力资源和社会保障部，中国证券投资基金业协会，华泰证券研究所

就养老金规模来看，目前我国养老体系主要依赖于第一支柱，第二支柱发展不充分，第三支柱目前仍处于起步阶段。在老龄化问题日渐严重的趋势下，第三支柱亟需进一步发展。

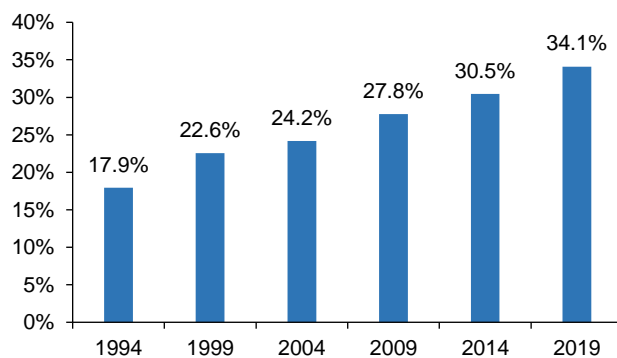
图表16： 我国三支柱规模情况（单位：亿元，2018 年数据）

资料来源：中国人力资源和社会保障部，华泰证券研究所

据财政部数据，扣除财政补贴及利息收入后，使用企业职工及城乡居民基本养老保险费收入减去企业职工及城乡居民基本养老保险基金基本养老金支出计算养老第一支柱缺口，可发现从 2014 年开始出现缺口，至 2016 年第一支柱缺口达到-4431.4 亿元，由此可见，我国养老第一支柱近年来已然无法独力支撑巨大的养老压力，亟需第二、第三支柱作为补充支援，参照美国以个人退休账户（IRAs）为代表的第三支柱的增长历程，我国仍处于起步阶段的第三支柱未来发展空间较大，可作为我国未来养老体系的有力支撑，因此发展第三支柱应作为我国未来养老体系完善的方向。

图表17： 我国养老第一支柱近年来出现缺口（单位：亿元）

资料来源：财政部，华泰证券研究所

图表18： IRAs 占美国退休金资产总规模比例增长明显

资料来源：ICI，华泰证券研究所

养老第三支柱承载着破局使命，而养老目标基金是其重要组成

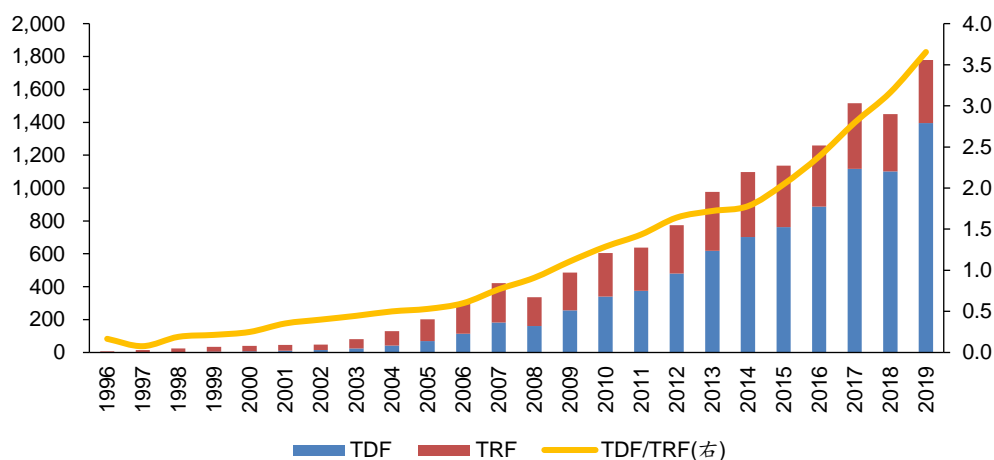
2019 年 6 月，人力资源社会保障部提出为完善多层次的养老保险体系，多类金融产品均可参与养老第三支柱，即符合规定的银行理财、商业养老保险、养老目标基金等金融产品都可以成为养老第三支柱的产品，养老第三支柱代表这我国养老体系的未来发展方向。基金公司提供的养老目标基金是养老第三支柱的重要组成，主要包含目标日期基金 (Target-Date Fund, 简称 TDF) 与目标风险基金 (Target-Risk Fund, 简称 TRF)。其中，目标日期基金是指随着投资者所处生命周期阶段的变化而动态调整权益类资产配置比例，以达到预定风险收益目标的一类基金。不同退休日的投资者可选择相应到期日的目标日期产品，例如“目标日期 2035”就适合于退休年份接近 2035 年的人群。而目标风险基金是指让资产组合始终处于事先设定好的风险水平下，并依据风险目标确定组合中的各类资产配置权重。投资者可依据自身风险偏好选择“稳健型”“平衡型”等多种风险水平的产品。

养老目标基金国内外发展历史与现状：初期皆小，规模增长依赖市场积累

养老目标基金 1990 年代在美国诞生并迅速发展，当前已成为第三支柱的重要组成部分

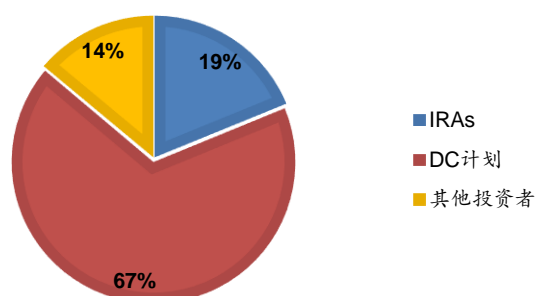
1985 年美国领航公司 (Vanguard) 成立了第一只目标风险基金 (Star Fund)，1993 年美国富国银行 (Wells Fargo) 和巴克莱国际投资管理公司 (Barclays Global Investors) 联合创立了第一只目标日期基金 (BGI 2000 Fund)，随后目标基金在美国快速发展。截至 2019 年底，美国目标基金总规模为 1.778 万亿美元，十年来平均增速达到 13.83%，其中目标日期基金平均增速为 18.49% 远高于目标风险基金的 5.16%，自 2009 年目标日期基金规模超过目标风险基金规模后，二者规模差距持续扩大。美国养老资产的最大组成部分 IRAs 与 DC 计划是目标基金的重要资金来源，目标日期基金中 67% 的资金来源于 DC 计划，目标风险基金中也有 44% 的资金来自 IRAs 与 DC 计划。

图表19： 美国目标基金规模变化（十亿美元）



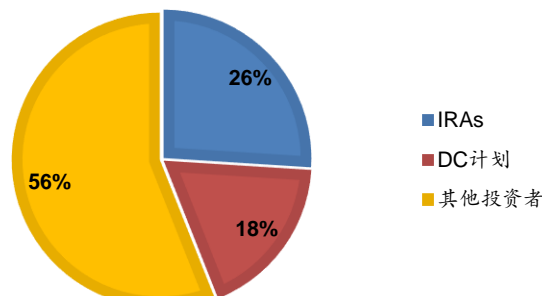
资料来源：ICI，华泰证券研究所

图表20： 2019 年末目标日期基金的资金来源占比情况



资料来源：ICI，华泰证券研究所

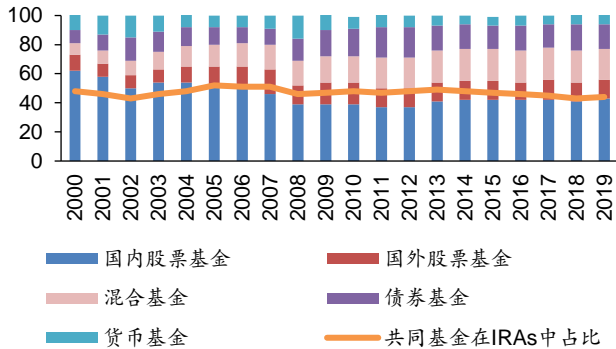
图表21： 2019 年末目标风险基金的资金来源占比情况



资料来源：ICI，华泰证券研究所

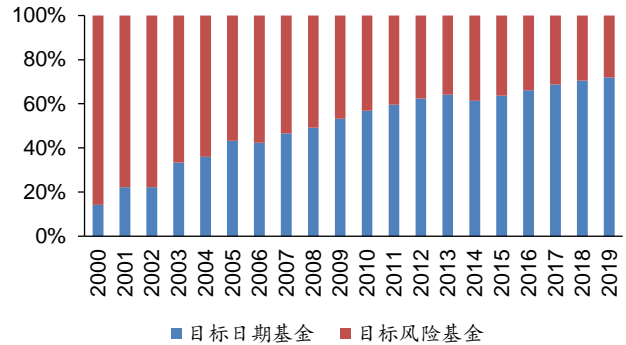
美国养老第三支柱中最重要的 IRAs 计划主要投向共同基金、银行产品、保险以及其它资产。ICI 数据显示，IRAs 中共同基金占比常年维持在 40%-50%，其中以投资目标基金为主的混合基金投资占比不断提升，自 2011 年来维持在 20% 以上的水平。在目标日期基金和目标风险基金两类产品中，目标日期基金在 2019 年末占据了美国市场 72% 的份额。由此可见，养老目标基金在美国期初的发展规模虽然较小，但依赖于长期积累，已经成为了养老第三支柱的重要组成部分，这对于中国建设养老第三支柱有着重要的参考价值。

图表22: IRAs 中共同基金占比及共同基金中各类的占比变化 (%)



资料来源: ICI, 华泰证券研究所

图表23: IRAs 中两类养老目标基金占比 (%)



资料来源: ICI, 华泰证券研究所

中国养老目标基金规模 276 亿元，诞生初期规模虽小但承载破局使命，对标国际前程远大

2018 年 2 月 11 日，中国证监会正式发布实施《养老目标证券投资基金指引（试行）》（后称《指引》），规定养老目标基金采用基金中基金 (FOF) 的形式进行运作。证监会发布《指引》后国内基金机构纷纷开始布局养老目标基金产品。2018 年 8 月 6 日，中国证监会下发批文，包括华夏、易方达等在内的 14 家基金公司旗下养老目标基金获准发行，其中包括 6 只目标风险基金和 8 只目标日期基金，标志着公募基金正式加入中国养老第三支柱建设。

图表24: 首批养老目标基金名单

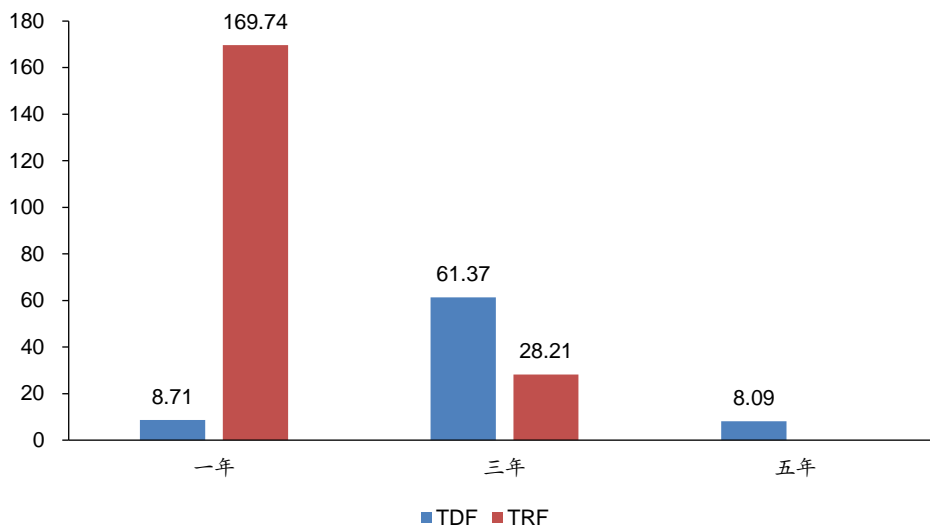
目标基金名称	目标基金类型
易方达汇诚养老目标日期 2043 三年持有期	目标日期基金
华夏养老目标日期 2040 三年持有期	目标日期基金
嘉实养老目标日期 2040 五年持有期	目标日期基金
南方养老目标日期 2035 三年持有期	目标日期基金
博时颐泽稳健养老目标 12 个月定期开放	目标风险基金
鹏华养老目标日期 2035 三年持有期	目标日期基金
富国鑫旺稳健养老目标一年持有期	目标风险基金
泰达宏利泰和平衡养老目标三年持有期	目标风险基金
广发稳健养老目标一年持有期	目标风险基金
工银瑞信养老目标日期 2035 三年持有期	目标日期基金
中银安康稳健养老目标一年定期开放	目标风险基金
银华尊和养老目标日期 2035 三年持有期	目标日期基金
中欧预见养老目标日期 2035 三年持有期	目标日期基金
万家稳健养老目标三年持有期	目标风险基金

资料来源: 中国证监会, 华泰证券研究所

截至 2020 年 4 月 20 日，中国市场上共有 72 只养老目标基金总规模达 276 亿，其中 38 只目标日期基金规模为 78.16 亿，34 只目标风险基金规模为 197.94 亿。按期初持有期限进行分类，目前目标日期基金中绝大部分要求持有至少 3 年才能进行赎回，而目标风险基金中绝大部分要求期初持有至少 1 年，即整体来看目标风险基金的流动性要优于目标日期基金。从基金名称可大致看出其计划风险等级，主要包含“稳健”“均衡”“平衡”，其中由于在招募说明书中均衡型目标风险基金与平衡型在权益配置比例上无明显差异，故后文统计时统一并入平衡型，稳健型风险略小于平衡型。此外，基于基金名称也能判断出目

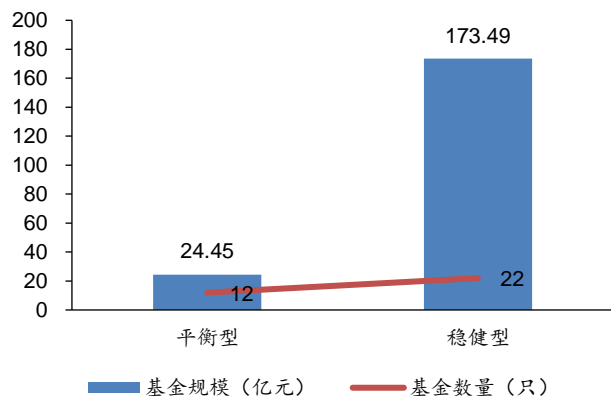
标日期基金的到期日，并对目标日期基金进行细分，目前我国目标日期基金已覆盖多种到期日，基本分布在 2025 至 2050 年间。在目标风险基金中，稳健型规模大于平衡型，在目标日期基金中，2035 年及 2040 年到期日的产品规模较大。我国的养老目标基金尚处于诞生初期，整体规模虽然较小，但从发达国家历史经验来看，后续的产品规模具有较大增长空间。

图表25：截至 2020 年 4 月 20 日目标基金期初持有规模分布（亿元）



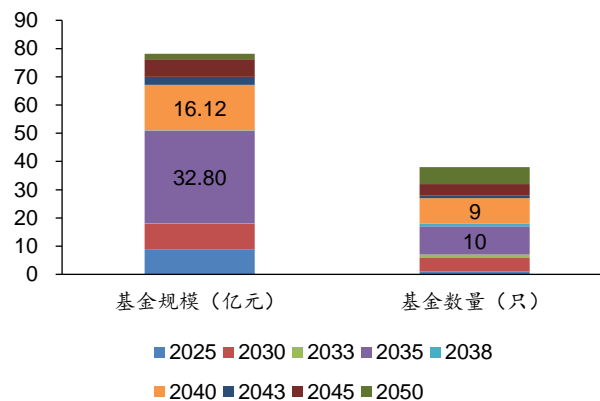
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26：截至 2020 年 4 月 20 日中国目标风险基金分布情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27：截至 2020 年 4 月 20 日中国目标日期基金分布情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

中国各基金公司在养老产品上的布局：结合市场现状，同时考虑长远需要 目标风险基金以一年持有期稳健型和三年持有期平衡型产品为主

具体到国内各基金公司的目标风险基金发行情况，截至 2020 年 4 月 20 日，民生加银、交银施罗德、华安、易方达发行的目标风险基金规模排名靠前，均只覆盖稳健型目标风险基金。另外，稳健型目标风险基金期初持有期集中在一年，平衡型目标风险基金集中在三年期初持有期，相比下稳健型目标风险基金具备更好的流动性。

图表28：截至 2020 年 4 月 20 日国内各基金公司目标风险基金规模（亿元）

基金公司	期初持有期一年	期初持有期三年		总规模	首只目标风险基金成立时间
	稳健型	平衡型	稳健型		
民生加银	45.95			45.95	2019/4/26
交银施罗德	24.26			24.26	2019/5/30
华安基金	17.19			17.19	2019/11/26
易方达	15.88			15.88	2019/11/5
兴证全球		10.20		10.20	2019/1/25
浦银安盛	9.66			9.66	2019/11/26
博时基金	8.07	1.26		9.32	2019/3/20
招商基金	8.80	0.18		8.98	2019/4/26
建信基金	8.82			8.82	2019/1/31
广发基金	3.78	3.71		7.49	2018/12/25
国投瑞银	6.43			6.43	2019/3/25
南方基金	5.07			5.07	2019/5/10
中银基金	4.61	0.36		4.97	2019/5/8
富国基金	3.70	0.22		3.92	2018/12/13
国联安基金	3.63			3.63	2019/4/26
万家基金		0.11	3.00	3.11	2018/12/13
泰达宏利		2.84		2.84	2018/10/25
长信基金		2.39		2.39	2019/9/26
上投摩根		2.14		2.14	2019/9/2
中加基金	2.13			2.13	2020/3/20
海富通基金	1.00	0.47		1.47	2019/4/25
景顺长城			0.75	0.75	2019/9/26
前海开源		0.58		0.58	2019/11/13
华宝基金	0.27			0.27	2019/4/25
华夏基金	0.27			0.27	2019/11/26
银华基金	0.11			0.11	2019/8/14
鹏华基金	0.10			0.10	2019/4/22

资料来源：Wind，华泰证券研究所

除了分析各基金公司目前的规模分布情况，通过分析各基金公司的平均费率有助于比较投资各公司目标基金的成本。基金费率主要包含管理费、托管费、销售服务费、申购费以及赎回费，考虑到各公司的赎回费率设计规则没有太大差别，且产品多含有一年及以上的期初持有期基本可忽略赎回费用，在此没有进行统计。对于申购费，不同申购金额范围的费率有所不同，一般而言申购金额越大，费率越小，在此选择各产品的最大申购费率进行统计。不同于属于一次性费用的申购费赎回费，管理费、托管费及销售服务费均是按年收取的，因此将三者费率进行平均算得年总费率以展示产品的年度整体费率。此外，混合基金按费用收取的不同分为 A 类与 C 类产品，A 类产品收取申购赎回费不收取销售服务费，而 C 类产品不收取申购赎回费仅收取销售服务费。对目标风险基金进行统计，从结果来看，费率差异明显，最高年总费率约为最低年总费率的两倍，其中兴证全球作为规模最大的平衡型目标风险基金的管理人，其基金管理费及年总费率均是最低的，甚至低于稳健型目标风险基金；博时作为布局较全面的基金公司，整体费率也较低。

图表29：截至 2020 年 4 月 20 日国内各基金公司目标风险基金平均费率排序（列示管理费+托管费+销售服务费最低的十家）

基金公司产品（默认为 A 类）	平均年管理费率（%）	平均托管费率（%）	管理费+托管费+销售服务费（%）	平均最大申购费率（%）
兴证全球	0.50	0.15	0.65	1.00
银华基金	0.60	0.10	0.70	0.80
博时基金	0.60	0.13	0.73	0.80
国联安基金	0.60	0.15	0.75	1.00
华安基金	0.60	0.15	0.75	1.20
华宝基金	0.60	0.15	0.75	0.80
建信基金	0.60	0.15	0.75	0.80
民生加银	0.60	0.15	0.75	1.00
鹏华基金	0.60	0.15	0.75	1.20
招商基金	0.60	0.15	0.75	1.20

资料来源：Wind，华泰证券研究所

目标日期基金到期日覆盖未来 30 年，易方达到期日设计丰富了产品序列满足差异化需求

各基金公司在目标日期基金中的布局也各有特色。其中募集规模最大的公司为中欧基金，同时也是市场上唯一一家发行 2025 年到期产品的基金公司。华夏基金作为发行规模第二的基金公司，旗下的目标日期基金到期日覆盖较广，2035、2040、2045 年均有所覆盖，且到期日间隔分布较为均匀。易方达旗下目标日期基金区别于其他基金公司，到期日设计独特，包含首批目标日期基金中的目标日期 2043 基金，随后发行到期日为 2033 年与 2038 年的目标日期基金，错开了市场上集中布局的到期日，一定程度上考虑到不同年龄阶段的人群需求。另外，除了到期日为 2025 年的设定期初持有期为一年，到期日为 2050 年期初至少持有五年以外，其余目标日期基金基本集中于三年期初持有期。

图表30：截至 2020 年 4 月 20 日国内各基金公司目标日期基金规模（亿元）

基金公司	期初持有 期一年		期初持有期三年					期初持有期五年			首只目标日 期基金成立	
	2025	2030	2033	2035	2038	2040	2043	2045	2040	2045	2050	总规模 时间
中欧基金	8.71			6.32							0.16	15.19 2018-10-10
华夏基金				2.91		5.09		4.90			0.42	13.31 2018-09-13
汇添富基金		3.14							5.38		0.17	8.68 2018-12-27
南方基金		1.04		5.88								6.92 2018-11-06
工银瑞信				3.07		0.27		0.51			0.90	4.74 2018-10-31
平安基金				3.73								3.73 2019-06-19
鹏华基金				3.08				0.50				3.58 2018-12-05
易方达			0.11		0.12		2.84					3.08 2018-12-26
嘉实基金		2.23							0.43		0.14	2.79 2019-03-06
银华基金		0.15		2.50		0.11						2.75 2018-12-13
华安基金		2.71										2.71 2019-04-26
兴业基金				2.63								2.63 2019-05-06
大成基金						2.52						2.52 2019-06-27
国泰基金						2.18						2.18 2019-07-16
农银汇理				1.59								1.59 2019-08-28
天弘基金				1.10								1.10 2019-09-19
景顺长城										0.37		0.37 2019-11-26
广发基金											0.14	0.14 2019-04-26
泰达宏利						0.13						0.13 2020-02-27

资料来源：Wind，华泰证券研究所

同样，对各基金公司目标日期基金的费率进行统计，可以看出各基金公司费率差异明显，平安基金与鹏华基金作为目标日期基金总规模分别为第六第七的公司，具有较低的整体费率，此外发行规模最大的中欧基金费率也处于较低水平。

图表31：截至 2020 年 4 月 20 日国内各基金公司目标日期基金平均费率排序（列示管理费+托管费+销售服务费最低的十家）

基金公司产品（默认为 A 类）	平均年管理费率（%）	平均年托管费率（%）	管理费+托管费+销售服务费（%）	平均最大申购费率（%）
鹏华基金	0.15	0.60	0.75	1.20
平安基金	0.15	0.60	0.75	0.80
中欧基金	0.15	0.67	0.82	1.17
天弘基金	0.25	0.70	0.95	0.60
嘉实基金	0.15	0.80	0.95	0.80
景顺长城	0.15	0.80	0.95	1.20
汇添富基金	0.16	0.83	0.99	1.30
平安基金 C 类	0.15	0.60	1.00	0.00
银华基金	0.18	0.83	1.02	0.80
华夏基金	0.20	0.83	1.03	1.50

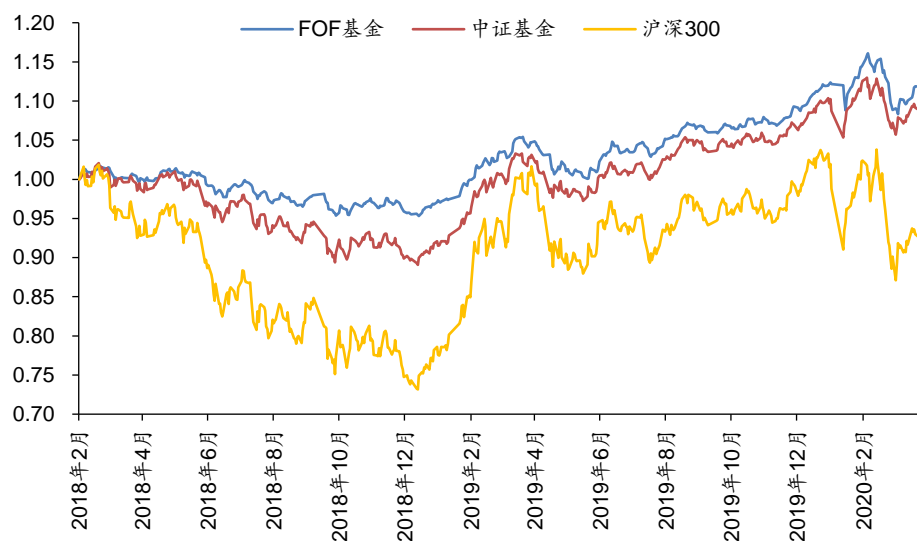
资料来源：Wind，华泰证券研究所

中国养老目标基金诞生一年多以来业绩良好，适合长期持有 FOF 业绩优于同期普通公募及股指，而养老目标基金是我国 FOF 的主体

在我国，养老目标基金按照 FOF 形式进行投资管理。FOF 基金相较于普通公募基金，既能发挥基金管理人的资产配置优势，又能够充分利用所投普通公募基金的专业投资能力，可以发挥出双重投资优势。

我们分别选取沪深 300 指数、所有当前市场上的开放式基金（不包括货币型和保本型）组成的中证基金指数和中国内地市场上所有成立满三个月的开放式证券投资基金组成的 FOF 基金指数来分别代表 A 股、普通基金和 FOF 基金的表现。以 FOF 基金指数基日 2018 年 2 月 22 日为基准日计算 FOF 基金指数、中证基金指数、沪深 300 指数净值。所得净值曲线中 FOF 基金表现明显优于中证基金及沪深 300。

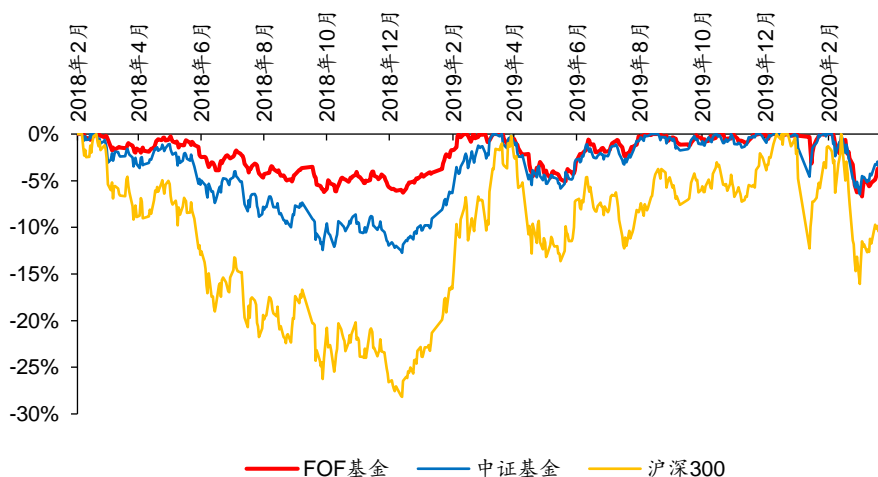
图表32： FOF 基金与中证基金指数、沪深 300 净值比较（2018/2/22-2020/4/20）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

FOF 基金在取得较高收益的情况很好地控制了最大回撤。在 2018 年沪深 300 指数最大回撤一度接近 30%和中证基金指数最大回撤超过 10%的情况下，FOF 基金的最大回撤控制在仅 5%左右。在 2020 年初，沪深 300 指数回撤超过 10%，FOF 基金表现相对稳健。相对股票和普通基金，FOF 基金在经济低迷情况下的抗尾部风险能力更强。

图表33： FOF 基金与中证基金指数，沪深 300 的回撤比较（2018/2/22-2020/4/20）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

FOF 基金风险收益指标明显优于中证基金指数和沪深 300 指数。年化收益率方面，FOF 为 6.0%，明显优于中证基金指数（5.47%）及沪深 300（0.01%）；年化波动率方面，FOF 基金仅为 5.50%，低于中证基金指数（9.83%）和沪深 300（21.99%）；而夏普比率方面 FOF 表现也明显更优，为 1.092。FOF 基金相比股票和普通基金能有这些优点主要归功于 FOF 基金是以基金作为投资标的。据 Wind 数据，养老目标基金占 FOF 基金规模的 63.8%，养老目标基金作为 FOF 基金的重要组成部分，它同样继承了 FOF 基金的上述投资特点。

图表34： FOF 基金、中证基金指数、沪深 300 风险收益指标对比（2018/2/22-2020/4/20）

	FOF 基金	中证基金指数	沪深 300
年化收益率	6.00%	5.47%	0.01%
年化波动率	5.49%	9.83%	21.99%
夏普比率	1.0922	0.5564	0.0003

资料来源：Wind，华泰证券研究所

目标风险基金通过权益上下限控制风险，半年、一年业绩统计皆获正收益 一年持有期稳健型权益上限不超 30%，三年期平衡型权益上限不超 60%

我国目前市场上存在的目标风险基金共有 34 只，其中稳健型目标风险基金有 22 只，平衡型 12 只。稳健型基金产品持有期以一年为主，有两只产品为三年持有期。根据相关政策的投资限制规定，持有期限为一年的养老目标基金权益类资产配置比例不得超过 30%，目前市场上稳健型目标风险基金权益类资产配置比例中枢主要为 20%和 25%，向上浮动的幅度一般不超过 5%，向下浮动的幅度一般不超过 10%，故整体投资风格比较稳健，风险相对平衡型目标风险基金更低。

图表35： 稳健型目标风险基金权益类资产配置比例（按发行日期先后排序）

持有期	证券代码	证券简称	发行日期	权益下限	权益中枢	权益上限
一年	006297.OF	富国鑫旺稳健养老一年	2018/11/5	15%	25%	30%
	006298.OF	广发稳健养老目标一年	2018/11/12	15%	25%	30%
	006581.OF	建信优享稳健养老一年	2019/1/2	10%	20%	25%
	006303.OF	中银安康稳健养老一年	2019/2/1	10%	20%	25%
	006876.OF	国投瑞银稳健养老一年	2019/2/25	15%	25%	30%
	007071.OF	博时颐泽稳健养老一年 C	2019/2/28	10%	20%	25%
	007090.OF	海富通稳健养老一年	2019/3/25	10%	20%	25%
	006862.OF	招商和悦稳健养老一年 C	2019/3/25	5%		30%
	006991.OF	民生加银康宁稳健养老一年	2019/3/28	10%		30%
	007160.OF	南方富元稳健养老一年 C	2019/4/8	10%	20%	25%
	006918.OF	国联安安享稳健养老一年	2019/4/8	15%	25%	30%
	007273.OF	鹏华长乐稳健养老一年	2019/4/16	15%	25%	30%
	007255.OF	华宝稳健养老一年	2019/4/18	10%	20%	25%
	006880.OF	交银安享稳健养老一年	2019/4/24	15%	25%	30%
	007310.OF	银华尊尚稳健养老一年	2019/8/6	15%	25%	30%
	007247.OF	易方达汇智稳健养老一年	2019/9/27	15%	25%	30%
	007402.OF	浦银安盛颐和稳健养老一年 C	2019/9/30	10%	20%	30%
	007652.OF	华夏稳健养老一年	2019/11/4	10%		25%
	007643.OF	华安稳健养老一年	2019/11/4	10%	20%	25%
	007673.OF	中加安瑞稳健养老一年	2019/12/18	5%	15%	25%
三年	006294.OF	万家稳健养老(FOF)	2018/10/25			
	007272.OF	景顺长城稳健养老目标三年	2019/9/9	25%	35%	40%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我国目前平衡型目标风险基金持有期均为三年，根据证监会相关规定，权益类资产配置比例不得超过 60%，目前市场上平衡型目标风险基金权益配置中枢有 50%、55%两种，且向上浮动的幅度一般不超过 5%，向下浮动的幅度一般不超过 10%。故整体而言平衡型目标风险基金较稳健型资产配置更为激进，风险相对更高。

图表36： 平衡型目标风险基金权益类资产配置比例（按发行日期先后排序）

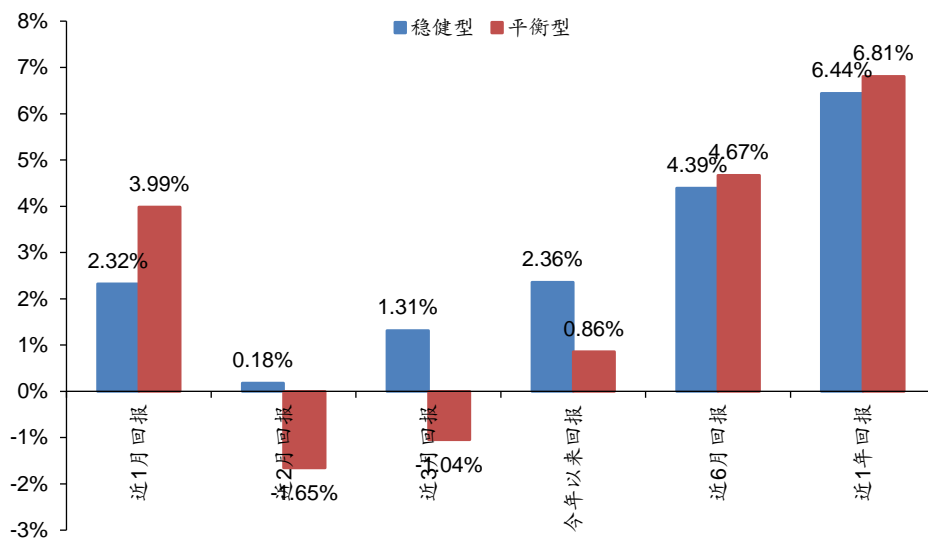
持有期	证券代码	证券简称	发行日期	权益下限	权益中枢	权益上限
三年	006306.OF	泰达宏利泰和养老(FOF)	2018/9/10	40%	50%	55%
	006580.OF	兴全安泰平衡养老(FOF)	2018/12/24	40%	50%	55%
	007232.OF	万家平衡养老三年(FOF)	2019/4/15	40%	50%	55%
	007221.OF	上投摩根锦程均衡养老(FOF)	2019/6/26	40%	50%	55%
	006873.OF	长信颐天平衡养老(FOF)C	2019/6/28	40%	50%	55%
	007649.OF	博时颐泽平衡养老三年	2019/7/29	40%	50%	55%
	007249.OF	广发均衡养老目标三年	2019/8/29	40%	50%	55%
	007638.OF	前海开源康颐平衡养老三年	2019/9/30	35%		60%
	007660.OF	招商和悦均衡养老三年(FOF)	2019/11/11	35%	50%	60%
	007662.OF	富国鑫旺均衡养老(FOF)	2019/12/19	45%	55%	60%
	007747.OF	海富通平衡养老目标三年(FOF)	2019/12/19	40%	50%	55%
	009003.OF	中银安康平衡养老三年	2020/2/26	40%	50%	55%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

目标风险基金受益于波动率控制策略在今年极端行情下表现出明显的抗跌特性

目标风险基金一般会采用波动率控制策略，同时通过权益上下限控制风险，截至 4 月 20 日统计结果显示近半年、近一年业绩统计皆获正收益。比较近 1 月至近 1 年稳健型和平衡型各目标风险基金的回报中位数（用复权单位净值计算），可见稳健型目标风险基金的收益波动更小。平衡型的近 1 月回报中位数相对较高，为 3.99%，近 3 月回报中位数却仅有 -1.04%，而稳健型近 1 月回报中位数为 2.32%，近 3 月为 1.31%，因此投资者可根据自身的风险偏好选择稳健型或平衡型目标风险基金。

图表37： 稳健型目标风险基金收益波动较平衡型小（截至 2020/4/20）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从稳健型目标风险基金回报数据来看，博时颐泽稳健养老一年表现较好，招商和悦稳健养老一年、中银安康稳健养老一年近 3 月回报也相对靠前。我们按照基金近 2 月的回报进行排序，以观察在本轮极端行情中养老目标基金的表现情况。

图表38： 稳健型目标风险基金接近2月回报前十（截至2020/4/20）

证券代码	证券简称	近1月回报	近2月回报	近3月回报	今年以来回报	近6月回报	近1年回报
007071.OF	博时颐泽稳健养老一年 C	3.22%	1.95%	2.77%	3.71%	6.33%	5.42%
006303.OF	中银安康稳健养老一年	0.36%	1.18%	2.12%	2.95%	5.17%	
007402.OF	浦银安盛颐颐稳健养老一年 C	1.09%	0.94%	1.53%	1.86%		
006297.OF	富国鑫旺稳健养老一年	2.00%	0.58%	1.71%	2.52%	3.93%	7.33%
006880.OF	交银安享稳健养老一年	1.55%	0.51%	2.09%	2.85%	4.20%	
007652.OF	华夏稳健养老一年	2.24%	0.42%	1.56%	2.63%		
007247.OF	易方达汇智稳健养老一年	2.26%	0.37%	1.32%	1.85%		
006918.OF	国联安安享稳健养老一年	2.72%	0.35%	0.85%	1.51%	3.42%	
007643.OF	华安稳健养老一年	2.32%	0.30%	1.03%	1.58%		
006862.OF	招商和悦稳健养老一年 C	1.88%	0.18%	2.77%	5.01%	8.16%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

平衡型目标风险基金由于权益类资产占比相对较高，更容易获取股市上涨带来的收益，近1月回报大多产品超过3%；但受到2月及3月股市下行影响，平衡型目标风险基金近3月回报则普遍不如稳健型目标风险基金，因为在股市下行时，权益类资产配置比例较高的平衡型目标风险基金受影响较大。

图表39： 平衡型目标风险基金接近2月回报前十（截至2020/4/20）

证券代码	证券简称	近1月回报	近2月回报	近3月回报	今年以来回报	近6月回报	近1年回报
006873.OF	长信颐天平衡养老(FOF)C	3.93%	0.67%	2.43%	4.23%	5.50%	
007747.OF	海富通平衡养老目标三年(FOF)	3.81%	0.11%				
006580.OF	兴全安泰平衡养老(FOF)	4.60%	-0.62%	0.98%	2.92%	8.52%	9.88%
007232.OF	万家平衡养老三年(FOF)	4.04%	-0.62%	-1.26%	0.31%	4.67%	
007638.OF	前海开源康颐平衡养老三年	3.66%	-1.47%	-2.42%	-2.03%		
006306.OF	泰达宏利泰和养老(FOF)	4.86%	-1.84%	-1.35%	-0.05%	2.70%	3.73%
007249.OF	广发均衡养老目标三年	4.14%	-2.11%	-1.63%	0.16%	2.09%	
007649.OF	博时颐泽平衡养老三年	3.17%	-2.73%	-0.52%	0.86%	2.33%	
007660.OF	招商和悦均衡养老三年(FOF)	1.37%	-3.24%	-0.80%	2.06%		
007221.OF	上投摩根锦程均衡养老(FOF)	5.73%	-3.35%	-1.04%	1.25%	5.77%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

目标日期基金面对巨幅波动有效控制短期风险，长期持有价值经受住考验 持有期越长，到期年份越远，目标日期基金下滑曲线起点越高期初权益比重越大

目标日期基金的持有期分为一年、三年和五年，到期年份基本以5年为时间单位进行划分。易方达的养老目标基金到期年份为2033年、2038年和2043年，我们将其近似归为2035年、2040年和2045年的同到期年份产品比较。

一年持有期的只有中欧预见2025这一款产品。三年持有期为目前养老目标日期基金的主流，涵盖了市面上所有2030年、2035年到期的和大多数2040年、2045年到期的目标日期基金。它们的下滑曲线中枢起点最高是60%，绝大部分在50%~60%区间内。五年持有期的产品则主要是2050年到期的目标日期基金，下滑曲线中枢起点全部分布在70%~80%区间内。下滑曲线终点普遍在20%左右，20%~30%居多。其中同为2040年和2045年到期的目标日期基金中，五年持有期产品相比三年持有期的产品下滑曲线起点更高。综合来看，目标日期基金到期年份越迟，持有期相对越长，下滑曲线中枢起点越高。

图表40：各基金公司不同持有期的目标日期基金的下滑曲线中枢

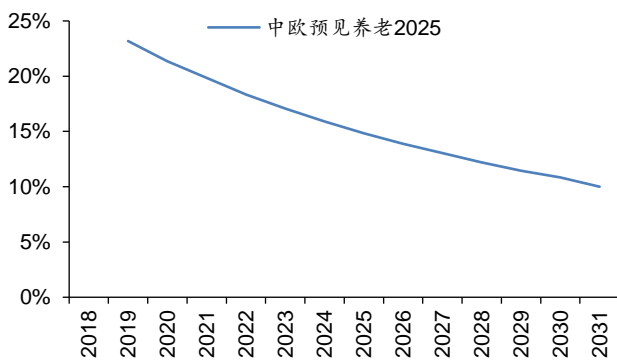
到期年份	期初持有期一年				期初持有期三年				期初持有期五年							
	2025		2030		2033/2035		2038/2040		2043/2045		2040		2045		2050	
	起点	终点	起点	终点	起点	终点	起点	终点	起点	终点	起点	终点	起点	终点	起点	终点
中欧基金	23%	11%			49%	15%									80%	15%
华夏基金							50%	26%	50%	26%					70%	19%
汇添富基金			57%	35%							70%	35%			80%	35%
南方基金			50%	20%	50%	20%										
工银瑞信					45%	23%	55%	24%	60%	24%					70%	24%
平安基金					50%	24%										
鹏华基金					60%	32%			60%	21%						
易方达基金					40%	20%	45%	20%	55%	20%						
嘉实基金					58%	19%					75%	19%			76%	19%
银华基金			33%	20%	51%	20%	60%	20%								
华安基金			50%	15%												
兴业基金					50%	20%										
大成基金							50%	30%								
国泰基金							60%	20%								
农银汇理					50%	20%										
天弘基金					50%	10%										
景顺长城													70%	26%		
广发基金															72%	20%
泰达宏利							55%	20%								

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

2025 年到期的目标日期基金产品只有中欧预见 2025 这一款，下滑曲线由期初的 23% 下降到期末的 10%。在目标风险基金 2030 下滑曲线的设计方面，汇添富养老 2030 相对比较激进，期末的权益投资比重依然有 25%，银华养老 2030 则相对比较保守，起初权益投资只占 33%。

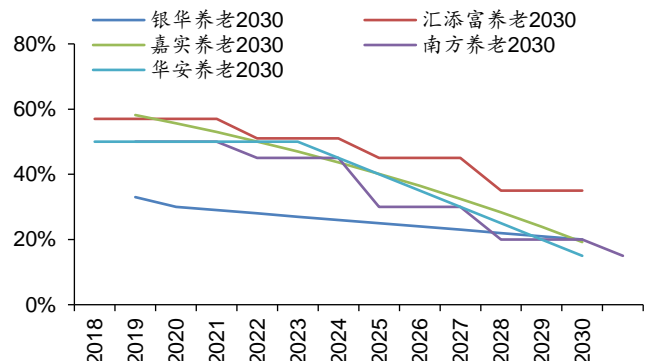
2035 年到期的养老基金产品中鹏华养老 2035 下滑曲线整体较高，期初的权益投资比重达到 60%，期末权益投资比重也保持有 30% 以上。2040 年到期的养老基金产品中五年持有期的两款产品下滑曲线起点都在 70% 之上。汇添富养老 2040 每年的权益投资比重都比三年持有期同类产品高 10% 左右。2045 年到期的基金产品中，五年持有期的景顺长城养老 2045 下滑曲线由期初 80% 降到期末的 30%。养老目标日期基金 2050 的下滑曲线大同小异，下滑趋势相近，起点都在 70%~80%。易方达养老 2038 和易方达养老 2043 这两个产品的下滑曲线则相对偏低，整体倾向于稳健配置。

图表41：目标日期基金 2025 下滑曲线



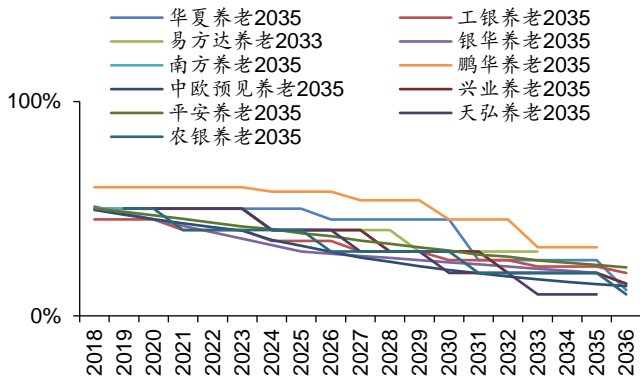
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表42：目标日期基金 2030 下滑曲线



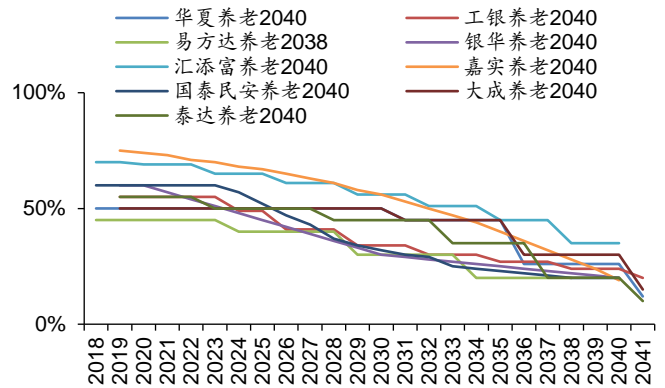
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表43: 目标日期基金 2035 下滑曲线



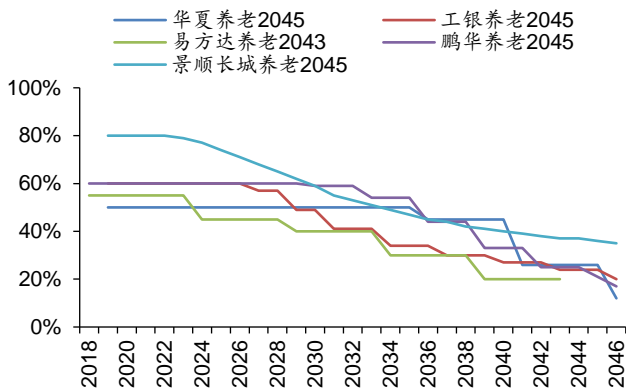
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表44: 目标日期基金 2040 下滑曲线



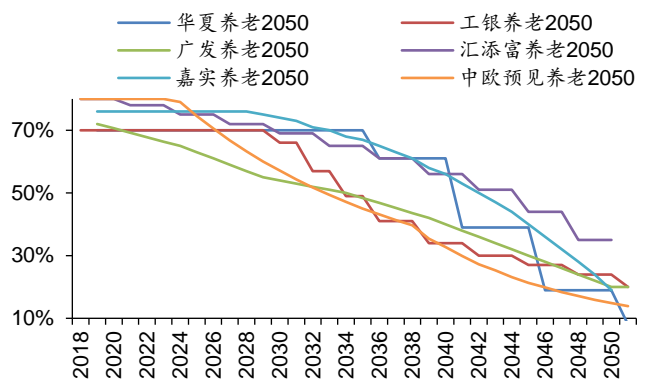
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表45: 目标日期基金 2045 下滑曲线



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表46: 目标日期基金 2050 下滑曲线

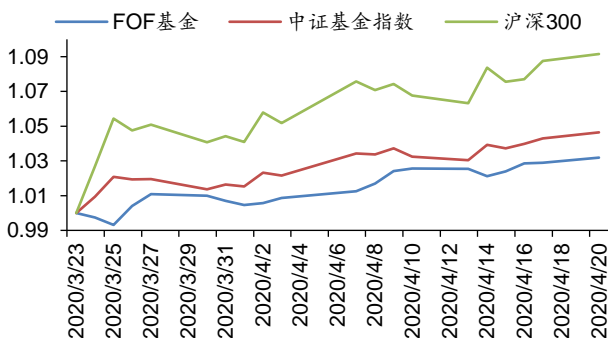


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

极端市场行情目标日期基金通过调整权益比重控风险，近期市场回暖配置机会进一步凸显

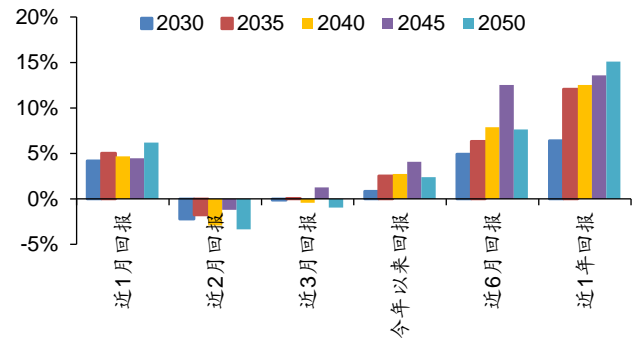
目标日期基金能够围绕下滑曲线中枢适当调整权益资产配置比例，在面对一季度市场的大幅波动时有效控制住了短期风险，且在近6月和近1年的表现上优于目标风险基金，长期持有价值经受住了考验。近期市场初步回暖，整体估值水平仍较低，是长期投资养老目标基金较佳时点。近1月 FOF 基金、中证指数基金、沪深 300 指数净值均有上升；与此同时我国目标日期基金回报数据近期也有所改善，如果将产品按照到期日进行分类并计算每一类回报率中位数，可见近1月不同到期日目标日期基金回报中位数均在3%以上，受到市场极端风险影响，近2月回报出现负收益，但若将时间拉长，目标日期基金近6月及近1年回报均较为可观。

图表47: 近1月基金及股票市场行情有所回暖 (2020/3/23-2020/4/20)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表48: 目标日期基金回报近期有所改善 (截至 2020/4/20)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表49： 目标日期 2030 基金回报接近 2 月回报前三（截至 2020/4/20）

证券代码	证券简称	近 1 月回报	近 2 月回报	近 3 月回报	今年以来回报	近 6 月回报	近 1 年回报
007661.OF	南方养老 2030 三年	4.16%	-0.41%	0.35%	0.84%		
007779.OF	银华尊和养老 2030 三年	4.87%	-0.79%	0.85%	2.41%	5.10%	
006575.OF	华安养老 2030 三年	3.58%	-2.21%	-1.45%	-0.07%	3.49%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表50： 目标日期 2035 基金回报接近 2 月回报前三（截至 2020/4/20）

证券代码	证券简称	近 1 月回报	近 2 月回报	近 3 月回报	今年以来回报	近 6 月回报	近 1 年回报
006322.OF	中欧预见养老 2035 三年 C	5.44%	0.12%	2.42%	4.75%	9.93%	12.53%
006296.OF	鹏华养老 2035 三年	8.09%	-0.50%	1.00%	3.21%	6.55%	13.80%
006859.OF	易方达汇诚养老 2033 三年	3.70%	-0.88%	0.04%	1.10%	2.77%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表51： 目标日期 2040 基金回报接近 2 月回报前三（截至 2020/4/20）

证券代码	证券简称	近 1 月回报	近 2 月回报	近 3 月回报	今年以来回报	近 6 月回报	近 1 年回报
006289.OF	华夏养老 2040 三年	4.73%	-1.84%	1.28%	4.64%	9.26%	13.90%
007231.OF	国泰民安养老 2040 三年	4.13%	-2.14%	-0.48%	1.14%	5.05%	
007780.OF	银华养老 2040 三年	5.61%	-2.15%	1.08%	3.76%	7.72%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表52： 目标日期 2045 基金回报接近 2 月回报前三（截至 2020/4/20）

证券代码	证券简称	近 1 月回报	近 2 月回报	近 3 月回报	今年以来回报	近 6 月回报	近 1 年回报
007271.OF	鹏华养老 2045 三年	9.71%	0.16%	4.92%	8.79%	14.50%	
007274.OF	景顺长城养老 2045 五年	3.29%	-0.31%	0.26%	1.39%		
006292.OF	易方达汇诚养老三年(FOF)	4.06%	-1.19%	0.20%	1.86%	4.94%	9.78%

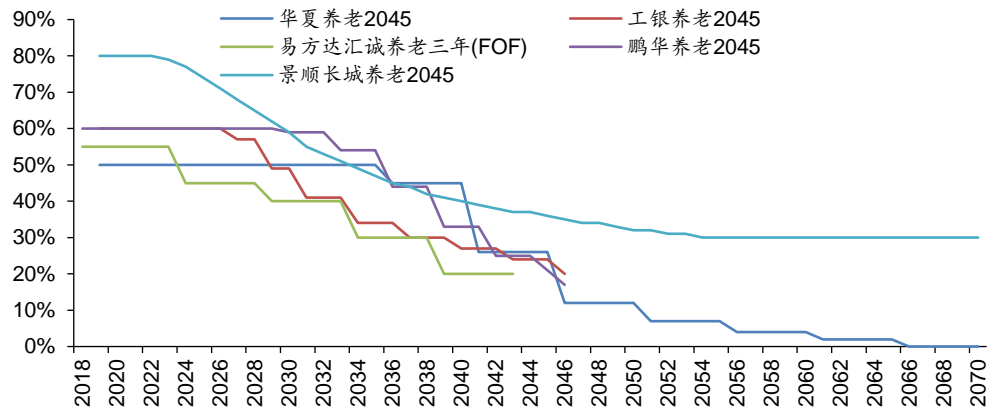
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表53： 目标日期 2050 基金回报接近 2 月回报前三（截至 2020/4/20）

证券代码	证券简称	近 1 月回报	近 2 月回报	近 3 月回报	今年以来回报	近 6 月回报	近 1 年回报
007242.OF	中欧预见养老 2050 五年 C	7.09%	-1.73%	0.56%	3.37%	9.37%	
006886.OF	工银养老 2050 五年	6.12%	-3.02%	-1.30%	2.13%	7.44%	11.62%
006891.OF	华夏养老 2050 五年	6.28%	-3.10%	-0.60%	2.61%	7.84%	18.54%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

值得一提的是，在近 2 月较为极端的行情中，易方达汇诚养老 2033 和 2043 三年在同类产品中都排名前三，而且该产品是在权益类资产配置比例比同类产品更低的情况下获得该项成绩，这说明该基金管理人的资产配置能力相对较好，能实现在较低权益比例、较低的风险下获取较高的收益。

图表54： 易方达汇诚养老三年（FOF）权益类资产配置比例相比同类产品较低

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

成熟市场经验应用于本土市场时，存在市场基础、政策条件、投资者成熟程度等多方面的差异，直接应用可能存在不适用性，需要就本土市场特征进一步分析后才可应用。报告中涉及到的具体基金产品不代表任何投资意见，请投资者谨慎、理性地看待。

免责声明

分析师声明

本人，林晓明、黄晓彬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林晓明、黄晓彬本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司