

养老目标基金研究与及对信托业务的启示

内容摘要

- 养老目标基金（养老 FOF）是由公募基金提供的个人养老金产品，以 FOF 形式运作，是养老保险体系第三支柱的重要组成部分。养老信托是符合当前监管引导“回归本源”方向，弥补个人养老金融产品不足的重要抓手。研究养老目标基金市场与运作可供信托公司开展养老目标证券投资信托业务提供参考。
- 自 2018 年首批 14 只养老 FOF 获批以来，我国养老目标基金发展较快，但仍较发达国家存在差距。截止 2021 年 2 月 19 日，近 43 家公募基金公司发行成立了 105 只养老目标基金产品，资产管理规模超过 640.69 亿元，在全部公募 FOF 基金中数量占比 59.32%，规模占比 66.74%。
- 根据相关规定，养老目标基金投资策略主要采用成熟稳健的资产配置策略，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（TDF）、目标风险策略（TRF）。该两类策略也是多个国家和地区养老金默认投资产品的主要策略。
- 当前 TRF 策略、最短持有期 3 年为市场的主流产品。公募基金公司在不同策略的养老目标基金上采取不同的布局策略，产品线逐步完善。养老目标基金管理费率合理且优惠，让利于投资者，且长期持有复利更为丰厚。
- 从风险收益来看，养老目标基金收益水平较为理想，回撤控制能力较强。
- 从资产配置来看，养老目标基金根据策略调整资产配置比例，持仓基金偏好稳健回报、知名基金经理的产品，持基集中度较高。

百瑞信托
博士后工作站

2021 年 3 月 28 日

目 录

一、养老目标基金发展较快，是第三支柱重要组成.....	1
（一）2018 年首批养老 FOF 获批以来发展迅速	1
（二）对标发达国家仍处初级发展阶段.....	2
（三）策略：目标日期基金与目标风险基金.....	3
二、市场：投资策略、基金公司、最短持有期及管理费率.....	5
（一）不同投资策略的养老目标基金.....	5
（二）不同投资管理人发行管理的养老目标基金.....	6
（三）不同最短持有期的养老目标基金.....	7
（四）养老目标基金设施优惠费率.....	8
三、风险收益：收益水平较为理想，回撤控制力较强.....	8
（一）收益水平较为理想.....	8
（二）回撤控制能力较强.....	9
四、持仓配置：依据策略核心调整资产配置比例.....	10
（一）资产配置：根据策略调整资产配置比例.....	11
（二）持仓基金与集中度：偏好稳健回报.....	12

养老目标基金市场与运作分析

养老目标基金（养老 FOF）是由公募基金提供的个人养老金产品，以 FOF 形式运作，是养老保险体系第三支柱的重要组成部分。在境外，养老目标基金是养老金投资管理中的主要产品，在个人养老金投资中发挥着重要的作用。自 2018 年以来，我国养老目标基金发展较快，但仍较发达国家存在差距。当前，我国在顶层设计上推进发展第三支柱，政府工作报告首次提出“推进养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险。”

信托行业积极探索创新业务，谋求转型高质量发展，养老信托是当前行业积极研究与发展的创新业务之一。养老信托内涵丰富，功能强大，是符合当前监管引导“回归本源”方向，弥补个人养老金融产品不足的重要抓手。其中，养老目标证券投资信托可同养老目标基金一致以 FOF 形式运作，而行业当前在 FOF 业务上起步较晚，面临诸多的内外部发展制约。因此，研究养老目标基金市场与运作可供信托公司开展养老目标证券投资信托业务提供参考。

一、养老目标基金发展较快，是第三支柱重要组成

我国养老保险体系由三支柱构成，养老责任由政府、雇主和个人共同承担。但一直以来，我国三支柱体系以一支柱为核心，二、三支柱发展较为缓慢，在规模和涉及人口数量上都显著低于第一支柱。随着我国老龄化程度不断加深，在政策引导下，第三支柱逐步完善，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、养老目标基金、养老信托等金融产品。其中，由公募基金公司提供的养老目标基金是第三支柱的重要组成部分。

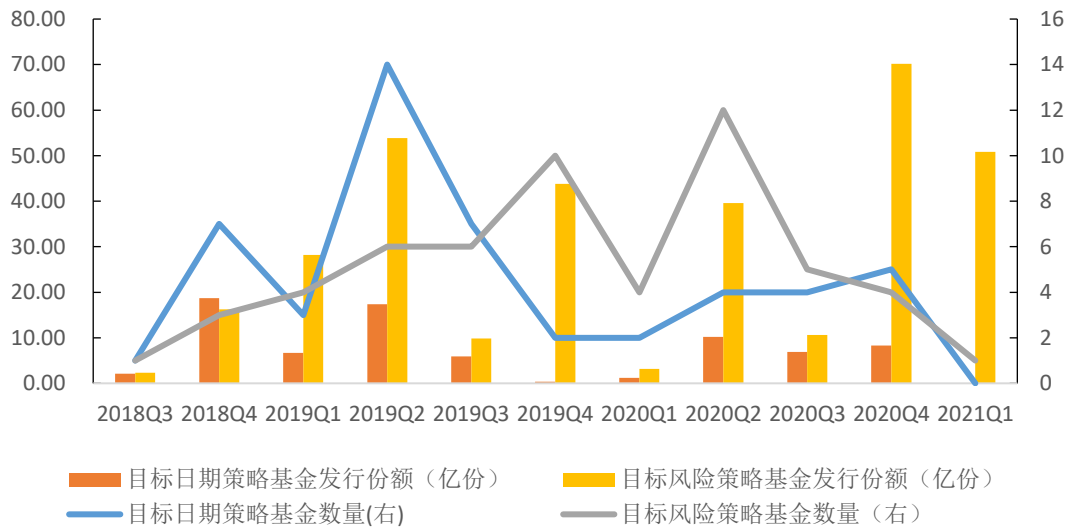
（一）2018 年首批养老 FOF 获批以来发展迅速

根据证监会 2018 年 2 月 11 日发布的《养老目标证券投资基金指引（试行）》（中国证券监督管理委员会公告〔2018〕2 号，以下简称《指引》），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。以基金中的基金（FOF）方式运作。

养老目标基金明确规定了 1 年以上投资封闭期的强制性要求，有利于从制度上保证投资人享受长期投资带来的好处。只有在较长的投资周期内，才可以更多配置从长期来看风险收益比更好的资产类别。同时，投资人可选择性忽略基金净值的短期回撤，更加注重投资的长期回报。随着养老目标基金规模不断扩大，降为资本市场注入长期增量资金，有利于优化资本市场生态。

自 2018 年 8 月首批 14 只养老 FOF 获批以来，养老 FOF 发展迅速，并成为 FOF 市场的主要力量。截止 2021 年 2 月 19 日，近 43 家公募基金公司发行成立了 105 只养老目标基金产品，资产管理规模超过 640.69 亿元，在全部公募 FOF 基金中数量占比 59.32%，规模占比 66.74%。

图 1 养老目标基金发行成立情况



数据来源：Wind

注：2021Q1 的截止日期为 2 月 19 日

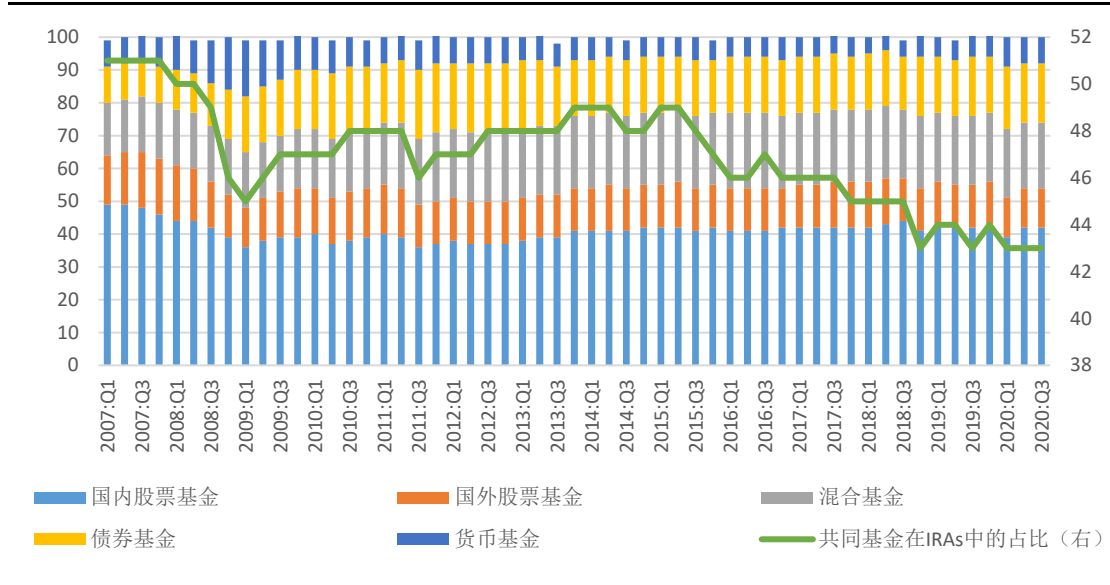
（二）对标发达国家仍处初级发展阶段

当前，我国养老目标基金尚处于初级发展阶段，较我国目前 20 万亿的庞大公募基金规模而言，仍是非常小众的产品。在功能上，也未完全体现退休规划与养老价值的功能，对于许多投资者而言养老目标基金与其他中低风险公募基金或理财产品类似。

养老目标基金在海外是较为成熟的金融产品，为客户实现养老金投资功能的同时，为资本市场提供了长期稳定资金。美国养老第二、三支柱占比较高，二支柱中的 DC 计划与三支柱中的 IRAs 是共同基金的重要资金来源。美国第三支柱

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%,其中以投资混合基金为主。

图 2 IRAs 中共同基金占比及共同基金各类资产占比 (%)



数据来源：ICI

值得一提的是,面对个人投资者因不会选择过多的养老金产品,而使养老金闲置或者选择了不恰当的养老金融产品情况,2006年,美国推出了养老金合格默认投资选择(Qualified Default Investment Alternative, QDIA)。QIDA鼓励员工或个人将养老金适合的、长期的退休储蓄产品。QIDA推出后,个人养老金以及共同基金规模快速增长。

(三) 策略：目标日期基金与目标风险基金

根据《指引》规定,养老目标基金的运作方式主要采用FOF形式或证监会认可的其他形式。投资策略主要采用成熟稳健的资产配置策略,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、目标风险策略以及证监会认可的其他策略。目标风险策略和目标日期策略也是全球多个国家和地区养老金默认投资产品的主要策略。

1.目标日期基金

目标日期基金(Target Date Fund, TDF)定位于为投资者提供一站式的养老投资解决方案。目标日期基金通常会在产品名称中体现“目标日期”,代表预计退休的年份。基金的资产配置随着所设定目标日期的临近,逐步降低权益类资产

的配置比例，增加非权益类资产的配置比例。因此，从基金投资的周期来看，逐步从初期偏重资产增值向偏重当期收益转变。

目标日期策略根据投资者的生命周期特征以及各类金融资产的风险收益水平，设定到期日投资目标与约束，求解每个年龄对应的权益资产最优配置比例。这条受距离到日期长度影响的权益资产配置比例变动路径即为目标日期策略的核心：下滑曲线（Glide Path）。不论采用哪一种方法设计下滑轨道，覆盖整个生命周期的目标日期策略都需要全方位了解投资群体的特征，包括工作年限、工资水平及增长率、风险厌恶水平等等，然后才能设计符合用户特征的养老金产品。

业内比较认可的下滑轨道设计方案主要有三类，第一种是整个投资过程效用最大化的方法（代表 Lyxor）；第二种是考虑人力资本与金融资本均衡配置的方法（代表 Ibbotson）；第三种是资产不同期限风险变化的方法（代表 Northern Trust）。

目标日期基金的运作方式可从母基金的管理方式、子基金的挑选范围、子基金的运作方式三方面进行分类。（1）按是否进行主动管理，目标日期基金母基金层面的管理模式可分为主动型和被动型，其中主动管理型为当前主流运作方式。

（2）按投资子基金是否为目标日期基金投资管理人旗下基金，可分为内部型和非内部型，其中内部型对投资管理人的管理能力、产品要求较高。（3）按子基金的运作方式可以分为主动型和被动型。

2.目标风险基金

目标风险基金（Target Risk Fund, TRF），也被称作生活方式基金（Life Style Fund），旨在将基金的风险水平维持在某一恒定水平下。根据风险等级的不同，可分为进取型、稳健性、保守型等，风险偏好以此递减。

从风险管理的具体实施策略来看，主流目标风险产品可以分为两种：一种是通过固定股票和债券的配置比例来控制风险，如著名的 60/40 投资策略；另一种是通过监控风险度量指标的数值，将资产组合的风险控制在固定水平上，如目标波动率策略等。根据目标风险水平的不同，目标风险策略的产品一般有激进型、稳健型和保守型等多类产品。目标风险策略中可用来表达风险水平的指标非常多，常用的包括 Standard Deviation、VaR、E- Shortfall 几种，不同的风险指标各有优点和不足，因此风险指标合理性论证和选择成为该策略在实践中的核心。

从产品运作方式来看，目标风险基金可以分为两大类：一类是被动跟踪已有

目标风险指数的 ETF 产品；另一类是由基金管理者运用目标风险的投资策略自主进行资产配置和再平衡，并将风险控制在预先设定水平的基金产品。

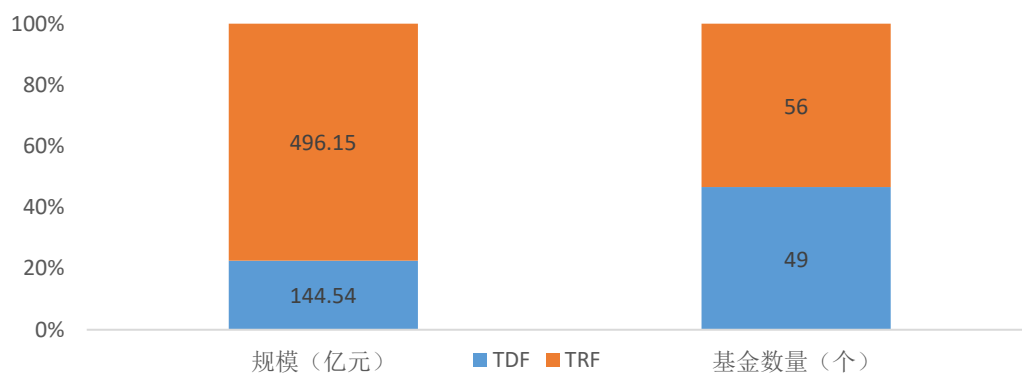
目标风险策略可以较好地约束投资人不够理性的投资行为，防止根据市场波动进出市场的非理性行为，但目标风险策略相对被动，对于超额收益的获取能力也较弱。

二、市场：投资策略、基金公司、最短持有期及管理费率

（一）不同投资策略的养老目标基金

截止 2020 年底，全市场共发行成立 105 只养老目标基金，合计规模约 640.69 亿元，以目标风险基金为主。其中，目标风险基金 56 只，合计规模 496.15 亿元，占比 77.44%；目标日期基金 49 只，合计规模 144.54 亿元，占比约 22.56%。目标风险策略基金较多的原因可能在于，目标风险基金明确给出了该基金的风险偏好，方便投资者清晰地辨识，不需要投资者持续、主动地进行趋势研判，因此更有利于吸引投资者。

图 3 目标日期基金与目标风险基金规模及数量



数据来源：Wind，数据截止至 2020 年底

具体来看，已发行成立的目标风险基金中，以稳健风格的基金为主流，体现了其主要追求长期稳健收益的原则。所有目标风险基金中，稳健风格的基金数量占比最高，规模达到 435.88 亿元，占比 87.48%；其次为平衡风格的基金，规模 47.83 亿元，占比 9.60%；积极风格的基金占比最少，规模 14.55 亿元，占比 2.92%。已发行成立的目标日期基金中，预计退休年份为 2035 年-2040 年的产品数量最多，也就是说市场上主流养老目标日期基金瞄向的是预计 2035-2040 年退休的，即 80 后人群。

图 4 不同目标风险的 TRF 规模及占比（亿元）

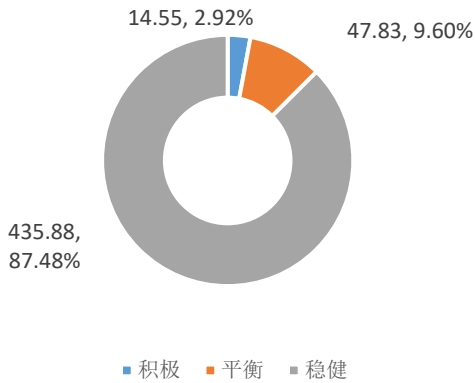
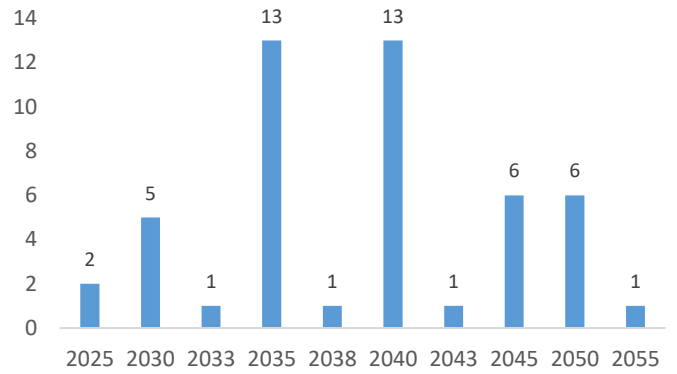


图 5 不同目标日期的 TDF 数量分布



数据来源：Wind

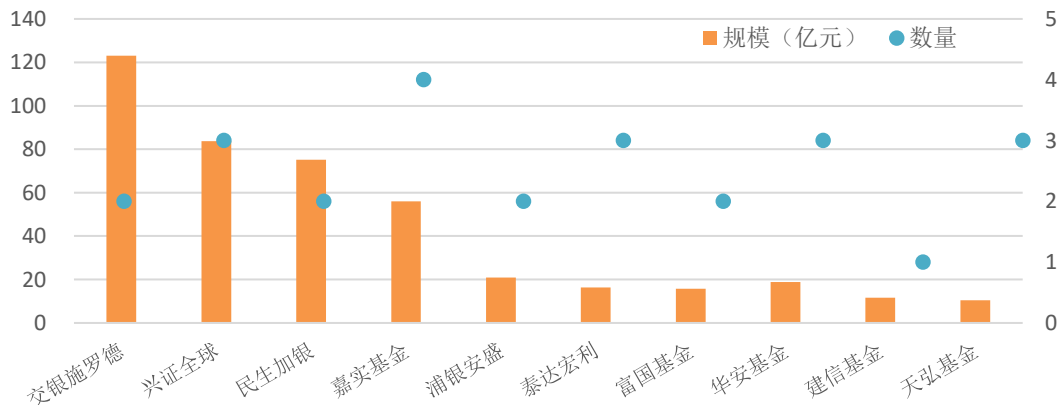
（二）不同投资管理人发行管理的养老目标基金

根据《指引》，基金管理人申请募集养老目标基金需要满足一些硬性条件，包括公司成立满 2 年、最近三年平均公募基金管理规模(不含货币基金)在 200 亿元以上、投研团队不少于 20 人等。截止 2021 年 2 月，共有 43 家基金公司发行成立了养老目标基金，其中有 38 家基金公司仅发行成立了目标日期基金，有 24 家基金公司发行成立了目标风险基金，有 19 家基金公司发行了两类基金。

发行规模方面，交银施罗德基金管理的养老目标基金规模最大，达到了 123.02 亿元，管理养老目标日期基金、目标策略基金各一只。其管理的交银安享稳健养老一年是当前规模最大的单只养老目标基金，规模 113.49 亿元。

发行数量方面，工银瑞信基金发行成立了 6 只养老目标基金，包括一只目标风险基金（稳健）和 5 只目标日期基金，形成了较为完备的养老目标基金产品系列。下图给出了养老目标基金管理规模前十名的基金公司。

图 6 养老目标基金管理规模前十名的基金公司



数据来源：Wind

具体来看，公募基金公司在不同策略的养老目标基金上采取不同的布局策略。下图给出了管理目标风险基金和管理目标日期基金规模前十名的基金公司。交银施罗德基金、嘉实基金在两类策略养老目标基金上布局较为均衡。

图7 管理目标风险基金规模前十名的基金公司

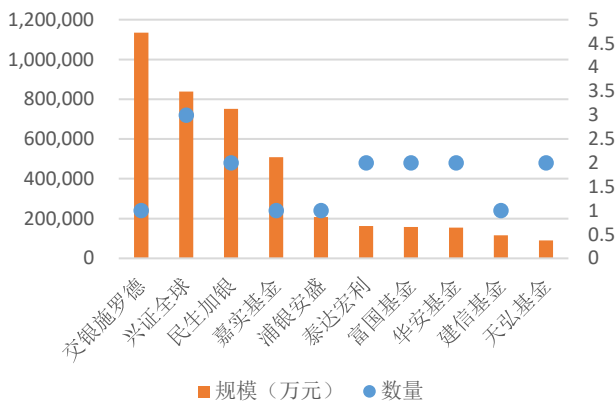
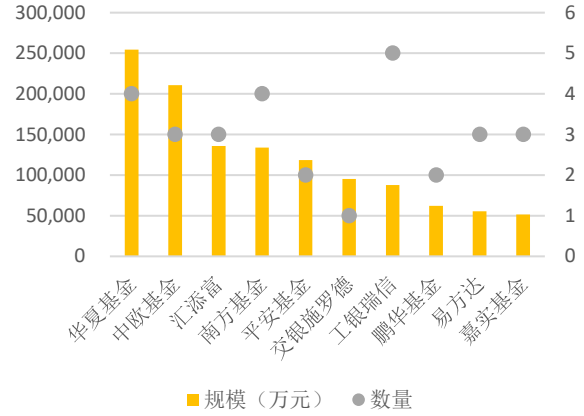


图8 管理目标日期基金规模前十名的基金公司

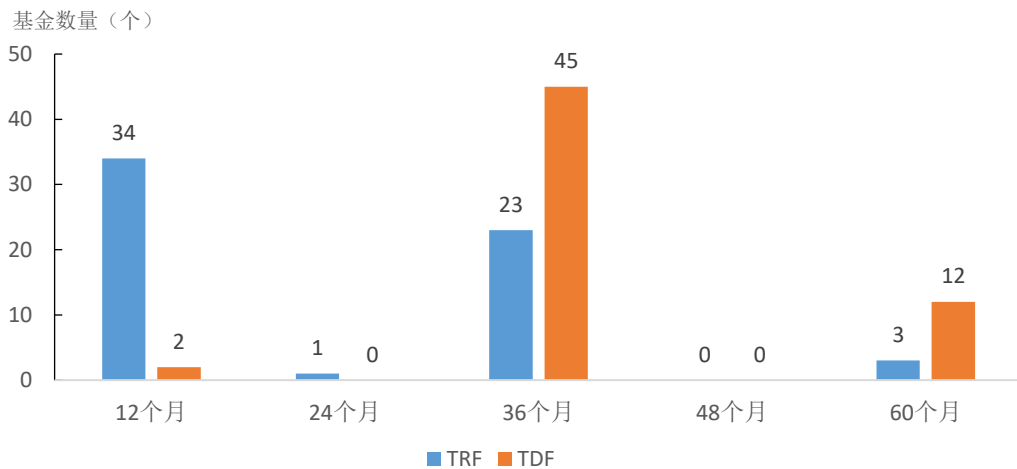


数据来源：Wind

（三）不同最短持有期的养老目标基金

根据《指引》要求，养老目标基金应设立最短持有期 12 个月，以引导投资者长期持有基金，避免因频繁申购或赎回导致的风险波动，获得长周期的收益。此外，通过这种预先设置的长期投资机制，给予了基金经理相对更为良好的投资运作环境。目前，最短持有期 3 年为主流品种。

图9 不同最短持有期的养老目标基金数量分布



数据来源：Wind

（四）养老目标基金设施优惠费率

《指引》鼓励养老目标基金设置优惠的费率，让利于民，支持投资者进行长期养老投资。目标风险基金的平均管理费率为 0.6959%，目标日期基金的平均管理费率为 0.8356%。特别的是，目标日期基金的管理费率根据距离预计到期的时间长短不同，设定目标日期越近，下滑时间较短，整体费率较低。到期后，目标日期基金将转化为一般 FOF 基金，权益类资产比例下降，届时管理费率将会下降。与其他基金相比，全部 FOF 的平均管理费率为 0.8041%，偏股混合型基金的平均管理费率为 1.4326%，平衡混合型基金的平均管理费率为 1.0586%，偏债混合型基金的平均管理费率为 0.7861%。此外，养老 FOF 产品通常投资于业绩优异的基金，优中选优，还加入了大类资产配置和择时服务。因此，整体而言，养老目标基金管理费率合理且优惠，让利于投资者，且长期持有复利更为丰厚。

表 1 养老目标基金与其他同类基金管理费率对比

TDF	TRF	全部 FOF	偏股混合型 基金	平衡混合型 基金	偏债混合型 基金
0.8356%	0.6959%	0.8041%	1.4326%	1.0586%	0.7861%

数据来源：Wind

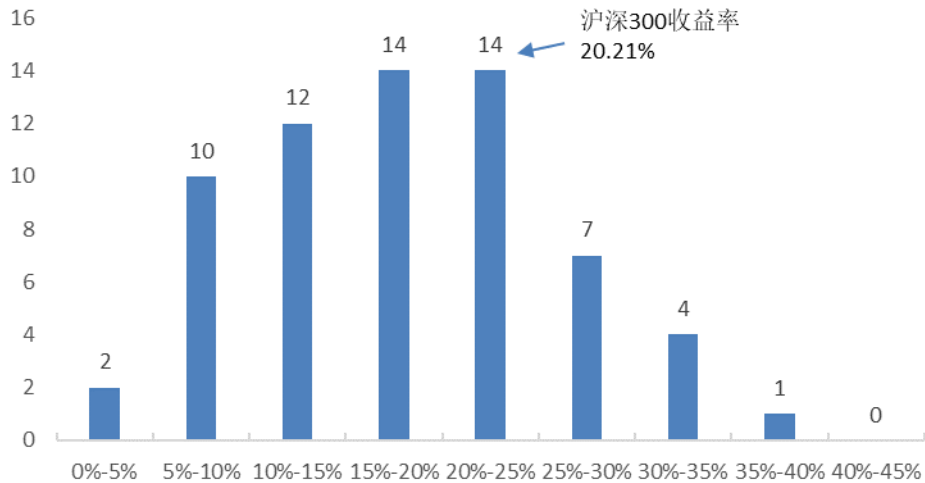
三、风险收益：收益水平较为理想，回撤控制力较强

为了更好的说明养老目标基金的收益风险情况，本文将从年化收益率、夏普比率和最大回撤分布对市场上的养老目标基金进行分析，并将其与偏债型混合基金、偏股型混合基金和沪深 300 进行比较。

（一）收益水平较为理想

年化收益率方面，剔除掉 2020 年 1 月 1 日之后发行的 41 支养老目标基金，收益率分布在 15%-20%、20%-25% 的养老目标基金数量最多，分别为 14 只。收益率最高为 35.62%，最低为 3.95%。48.44% 的养老目标基金收益率高于同期沪深 300 指数的收益率，年化收益水平较为理想。

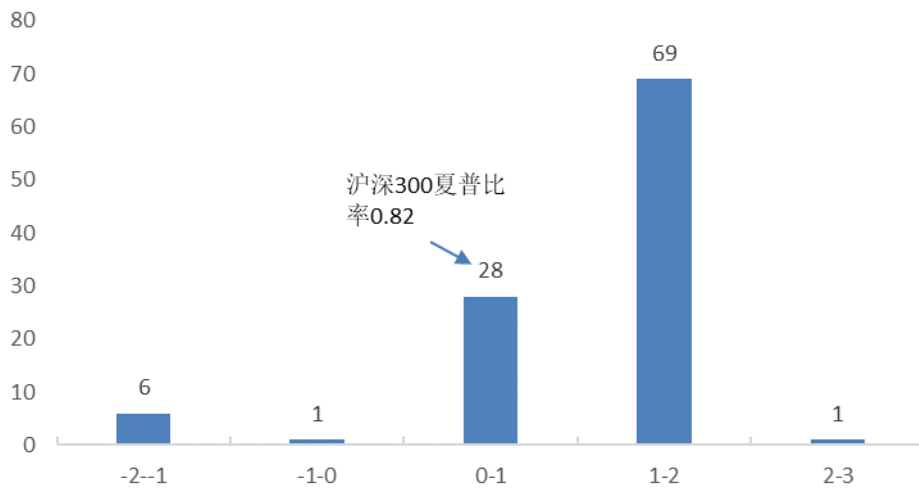
图 10 养老目标基金年化收益率分布 (2019. 12. 31-2021. 3. 19)



数据来源: Wind

夏普比率方面, 69 只养老目标基金的夏普比率在 1-2 区间内, 占比 65.71%。交银养老 2035 三年 (008697) 1 只产品夏普比率在 2-3 区间内, 表现较为突出。88.57%的养老目标基金夏普比率高于同期沪深 300 指数的夏普比率, 说明绝大部分养老目标基金都能获得较高的单位风险超额报酬。

图 11 养老目标基金夏普比率分布 (2019. 12. 31-2021. 3. 19)



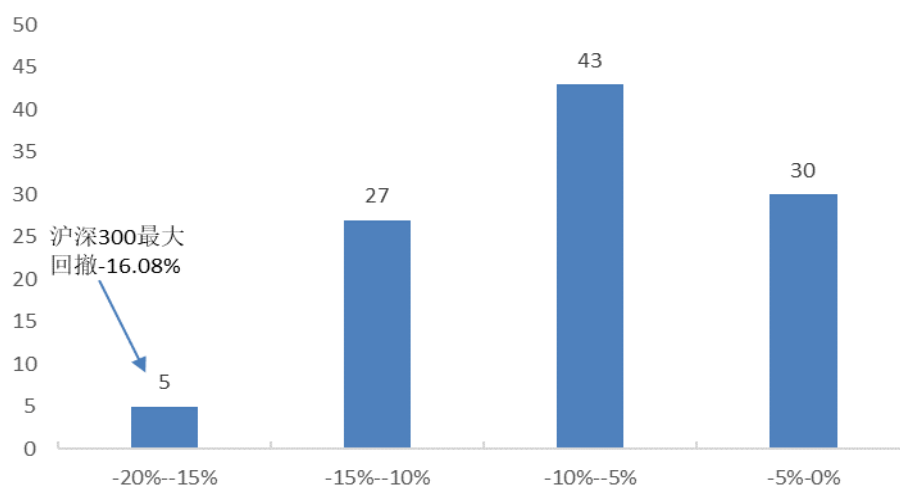
数据来源: Wind

(二) 回撤控制能力较强

最大回撤方面, 43 只最大回撤在-10%--5%区间内, 占比 40.95%; 30 只产品最大回撤在-5%-0%区间内, 占比 28.57%。97.14%的养老目标基金最大回撤小于同期沪深 300 指数的最大回撤, 说明几乎所有养老目标基金的波动都小于沪深

300 指数。养老目标基金的最大回撤显著低于偏股混合型基金，其最大回撤控制能力明显高于偏股混合型基金。但养老目标基金的最大回撤高于偏债混合基金。整体来看，养老目标基金投资于风控能力较强的子基金，自身也具有较强的大类资产配置与择时能力，具备双重风险控制机制，因此回撤控制能力较强。

图 12 养老目标基金最大回撤分布（2019. 12. 31-2021. 3. 19）



数据来源：Wind

总体来看，与偏债混合型基金、偏股混合型基金和沪深 300 指数相比，养老目标基金的年化收益率和最大回撤仅大于偏债混合型基金，但夏普比率是最高的。说明养老目标基金在分散风险方面表现较好，与长期资金需求匹配，适合投资者长期持有。

表 2 养老目标基金与其他同类基金风险收益对比

	养老 FOF	偏债混合型基金	偏股混合型基金	沪深 300 指数
年化收益 (%)	17.90	11.68	44.32	20.21
夏普比率	1.05	-1.71	0.41	0.82
最大回撤 (%)	-8.18	-3.97	-16.92	-16.08

数据来源：Wind

四、持仓配置：依据策略核心调整资产配置比例

资产配置是养老目标基金实现长期投资目标、获取稳健收益、有效控制风险的重要手段。由于两者设计的核心不同，目标日期基金与目标风险基金资产配置策略迥异，与资产配置比例不同。

（一）资产配置：根据策略调整资产配置比例

由于养老目标基金运作方式为 FOF，基金在养老目标基金持仓中占据绝对位置，各类养老目标基金持基占比均在 80%以上。由于养老目标基金追求长期稳健的收益，所以对股票的配置比例较低，均在 10%以下。根据养老目标基金风险偏好和计划到期日期的不同，养老目标基金对底层资产的配置不尽相同。

表 3 养老目标基金资产配置

	基金市值占基金资产净值比	股票市值占基金资产净值比	债券市值占基金资产净值比	银行存款占基金资产净值比	其他资产占基金资产净值比
TDF 平均值					
全部 TDF	85.90	5.70	4.09	3.25	2.75
2025-2030	88.87	4.88	4.26	2.32	0.63
2031-2040	85.14	6.27	4.29	2.93	3.41
2041-2055	86.44	4.72	3.57	4.36	2.11
TRF 平均值					
全部 TRF	86.48	4.89	4.54	2.88	2.67
稳健	85.49	5.08	4.81	3.24	3.44
平衡	88.13	4.45	4.27	2.15	1.58
积极	86.90	6.24	2.67	3.91	0.37

数据来源：Wind，各基金 2020 年报

1. 目标日期基金：距离到期日期越近，降低权益类资产配置

从目标日期基金来看，根据生命周期策略和下滑轨道的设计，随着距离到期日期越近，应降低权益类资产的配置。从下表看出，预计 2025-2030 年到期的基金配置基金的比例最高，预计 2031-2040 年到期的基金配置股票的比例最高，预计 2041-2055 年到期的基金配置债券的比例最低。

2. 目标风险基金：在设定的风险水平下调整

从目标风险基金来看，根据目标风险基金常用的股债配置策略，风险偏好越高的基金应配置越高的股票资产，而风险偏好越低的基金应配置较低的股票资产以减少波动率。从下表看出，稳健型基金配置股票的平均比例中等，为 5.08%，但配置债券和银行存款等获得平稳收益的合计比率最高，为 8.05%；平衡型基金配置股票的比例中等，为 4.45%，配置债券和银行存款的合计平均比例为 6.42%；积极型基金配置股票的比例最高为 6.24%，配置债券和银行存款的合计比率为 6.58%。

(二) 持仓基金与集中度：偏好稳健回报

养老目标基金的运作方式为 FOF，上述数据也验证了养老目标基金中基金持仓占据绝对高位。《指引》对子基金筛选提出了一些要求，各养老 FOF 也设立了子基金筛选标准，保证入池基金符合养老目标基金的合规性要求和投资风格。因此，研究养老目标基金持仓基金情况具有一定的投资借鉴意义。

1. 持仓基金偏好稳健回报的产品

分析养老目标基金前十大持仓来看，养老目标基金经理偏好长期稳健回报的基金，持仓占比靠前的以中低波动的基金为主，相应风格策略下，过去表现持续优秀的基金比较容易受到养老 FOF 基金的集中持有，低波动受到追捧。养老 FOF 合理配置股票型基金与债券型基金的比例，还配置了些 ETF 以覆盖更全面的品种，获得被动投资收益。

表 4 养老目标基金前十大持仓中获配频次最高的前十大基金

基金代码	证券简称	出现频次	基金公司	基金经理	投资类型 (一级分类)	投资类型 (二级分类)	Sharpe
001714	工银瑞信文体产业 A	19	工银瑞信基金	袁芳	股票型基金	普通股票型基金	0.3107
000171	易方达裕丰回报	17	易方达基金	张清华, 张雅君	债券型基金	混合债券型二级基金	0.2377
001182	易方达安心回馈	12	易方达基金	张清华, 林森	混合型基金	偏债混合型基金	0.3712
002351	易方达裕祥回报	11	易方达基金	张清华, 林森	债券型基金	混合债券型二级基金	0.3136
511010	国债 ETF	11	国泰基金	王玉	债券型基金	被动指数型债券基金	-0.079
000991	工银瑞信战略转型主题 A	9	工银瑞信基金	杜洋	股票型基金	普通股票型基金	0.4862
004965	泓德致远 A	9	泓德基金	邬传雁	混合型基金	偏债混合型基金	0.3312
519133	海富通改革驱动	9	海富通基金	周雪军	混合型基金	灵活配置型基金	0.3789
002923	兴业聚惠 C	8	兴业基金	徐青	混合型基金	灵活配置型基金	0.406
485111	工银瑞信双利 A	8	工银瑞信基金	欧阳凯, 魏欣	债券型基金	混合债券型二级基金	0.2391
512660	军工 ETF	8	国泰基金	艾小军	股票型基金	被动指数型基金	0.119
519062	海富通阿尔法对	8	海富通	杜晓海,	另类投资基	股票多空	0.082

	冲 A		基金	朱斌全	金		
--	-----	--	----	-----	---	--	--

数据来源：Wind，各基金 2020 年报

2. 持基集中度较高

从基金持仓集中度角度来看，养老 FOF 前十大基金持仓集中度总体偏高。不过，由于 FOF 基金主要持仓为基金，也就是说底层已经具备了一定分散风险的能力。在分散持仓控制风险的同时，仍要适度集中持有少数重点标的，才能获得较高的风险收益效率。

表 5 前三大持仓基金占基金净值的平均比例

	第一名	第二名	第三名	前三名合计
	单位：%			
TDF	9.34	7.98	6.74	24.06
TRF	10.54	7.97	6.88	25.38
养老 FOF	9.94	7.97	6.81	24.72

数据来源：Wind，各基金 2020 年报