

2022年04月27日

美国个人养老金准入、账户安排与产品设计有哪些经验借鉴？

——养老金与大类资产配置系列报告之四

相关研究

《制度突破助力养老金入市，金融机构发力空间巨大-《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》点评》2022年4月22日

《美国养老金积极入市的经验与启示——养老金与大类资产配置系列报告之二》2018年8月10日

《从基础养老金改革看资金入市潜力——养老金与大类资产配置系列报告之一》2018年8月7日

证券分析师

金倩婧 A0230513070004
jinjq@swsresearch.com
冯晓宇 A0230521080005
fengxy2@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangshengq@swsresearch.com

联系人

冯晓宇
(8621)23297818×转
fengxy2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- 4月21日，中国个人养老金账户制设立意见出台，为中国养老金第三支柱发展奠定重要基础。站在当下，我国个人养老金扩容蓄势待发。作为参与者，最关心的无疑是养老金可以投资哪些产品，如何选择账户的托管和管理机构。本文从规则制度建设出发，梳理了美国个人养老保险基金（IRAs）准入机制、产品体系建设、以及对参与者投资要求等。通过美国成熟的投资和监管经验，为金融机构参与养老金管理提供参考。
- 美国监管对个人养老保险基金（IRAs，以下使用该简称）的投资工具范围采用负面清单限制，清单以外的其他资产类别IRA账户持有者均可以自由选择，并且种类十分多样化。美国没有明确规定何种养老金产品是合格的（一般认为满足工人长期退休储蓄需求的产品即为合格产品），《美国国内税收法案》仅规定某些不能投资的领域：如不允许IRA资金投资于人寿保险或收藏品（艺术品、邮票等）。如果将IRAs投资此类资产，则投资金额被视为在投资当年分配，需要为早期分配支付10%的额外税款。可投资的类型中，IRA的资金可以用来购买托管机构允许买卖的金融产品，包括银行定期存款、银行理财产品、基金、股票、债券、常规衍生品、寿险公司的年金产品等。IRA刚推出时，大部分人选择在银行开设IRA，主要投资银行存款等低风险收益产品。随着美国资本市场的发展和投资者的成熟，管理IRA的金融机构呈现多样化趋势，共同基金是大部分居民的首选。截至2021年末，美国个人退休账户持有的资产14万亿美元，其中近45%资产由共同基金管理，寿险公司管理比例4%，银行管理比例下降至5%，其他机构管理比例为46%。其中，共同基金里投资于美国国内权益型基金占绝对大头（45%），而混合型、债券型、海外权益型基金、货币基金分别为19%、16%、14%和6%。
- 美国规定个人养老金账户的机构准入门槛：重视专业能力和保证资金安全的能力。通常这些机构只能是商业银行和或者IRS（美国国家税务局）公布的非银行托管人名单，一般包括符合要求的投资公司、保险公司、证券经纪公司、共同基金公司等。美国对IRA托管人的资质设有详细的要求，特别是需要托管人具备专业知识、高度的偿付能力以及养老金管理能力和受托能力。为了保证养老金参与者的资金安全，在最低保证金金额、净资产等方面有详细的要求。比如：参与履行受托责任的员工都需要有充分的保证（以保险的形式），最低保证金至少为250,000美元；根据最近经审计的财务报表，申请人的净资产必须至少为250,000美元。
- 美国个人养老金账户在开户年龄、税收优惠政策、缴纳领取方面具备一定的灵活性，以适应不同投资者的需求。美国个人养老金账户主要分为传统型IRA（85%~2021年账户规模占比）和罗斯IRA（10%）。美国个人养老金参加人可同时拥有享受传统账户和罗斯账户，并可在两个账户中自由分配缴费额度，但两者之和不得超过年度缴费上限。参与人开户要求：传统IRA要求参与人满足年龄在70.5岁以下，且有应税收入的条件；而罗斯IRA不对投资者年龄设限，投资者需满足有应税收入（有配偶需共同申报），且满足特定收入金额上限即可参与罗斯IRA。每年缴款金额上限安排：两类IRA账户均规定年费合计缴纳上限为6000美元，50岁以上每年可多缴纳1000美元。取款年龄要求以及惩罚措施：传统IRA要求投资者59岁半之后才可取款。而罗斯IRA取款年龄相对灵活，无限制要求，对投资收益的取款限制为59岁半以后，不合格的取款可能会引发10%的罚款和资本增值税。税收优惠政策：传统IRA账户采取EET的税收优惠政策，在向账户进行缴费阶段计缴收入所得税，之后在账户的投资阶段和领取阶段均可享受免税政策。而罗斯IRA账户采取的是TEE的税收优惠政策，账户缴费阶段纳税、投资和领取收益免税。
- 结合美国个人养老基金市场的发展经验，国内养老基金产品设计层面值得借鉴的方面有：1）产品费率：首先，作为长期投资而言，养老金产品费率水平需要适中。高费率的长期投资会导致实际收益大打折扣。美国个人养老金中，Vanguard旗下产品勇夺头筹，其核心竞争力在于提供了较高的费后收益。其中养老目标日期基金仅有0.08%的费率，只略高于指数ETF，远低于主动管理基金。2）产品表现：养老基金需要控制跑不赢通胀的长期风险和净值波动的短期风险。产品应当注重长期增值能力、回撤控制和换手率。养老资金对资产的安全性要求很高，其主要体现在基金组合上不仅要在长期取得合理收益，以应对不能跑赢物价上升的风险，还要在短期控制回撤和换手率，以应对盈亏波动剧烈的风险；3）产品创新：基金投资组合需要与时俱进，注重匹配不同类型投资者的投资需求。不同年龄阶段和不同收入层次的投资者，对投资期限、要求回报率、流动性、风险控制的要求各不相同，相应地，承受风险的能力也有所差异。例如，距离退休尚且较远的年轻人投资期限较长，其抵御波动风险的能力更强，可以选择权益投资比例较高的产品。而临近退休的人投资期限相对较短，收益本身的确定性更加重要，因此底层资产的波动性需有所降低；4）投教服务工作：进一步完善投资者教育体系，在投前、投中、投后为客户提供持续的专业陪伴，引导客户选择适合的养老金投资品并坚持长期投资。未来参与个人养老金制度的广大群体中（基本养老金缴纳群体超过10亿人），整体金融知识普及率亟待提高，市场参与主体需切实站在投资者利益的角度去深化养老投教工作。对于基金公司来说，在投前了解客户需求，如其资产配置需求、资金属性与特征以及风险承受能力等；投中为其设定合理的投资预期，协同投顾的力量，针对市场波动提供专业市场投资建议，培养长期理性的理财观；投后帮助投资者规划退休金的提取方式、潜在的使用额度等，使其平稳度过退休生活。比如，美国富达基金拥有完善的投顾体系，包括数字化投资咨询（Fidelity Go）、资产组合咨询服务（PAS）、独立账户管理（SMA）和富达财富管理（Fidelity Wealth Services），为投资者提供个性化投资建议和陪伴。

目录

1 . 美国个人养老金产品体系和准入规则	4
1.1 美国个人养老金可以投资哪些金融工具？	4
1.2 美国个人养老金的管理机构有何准入门槛？	6
2 . 美国个人养老金账户设置与安排有何特点？	7
3 . 美国资管机构如何布局个人养老金产品？	9
4 . 美国养老基金产品设计层面哪些方面值得国内借鉴？ .	10

图表目录

图 1：美国 IRA 账户可投资类型：银行储蓄、共同基金、保险、其他资产包括股票、债券、ETF 等	4
图 2：美国个人养老金 IRA 账户中共同基金占比高达 45%	5
图 3：银行存款和保险占比分别在 5% 以下	5
图 4：共同基金类型中，美国国内主动权益基金占比最高	5
图 5：在共同基金里，投资于美国国内权益型基金占绝对大头（单位：十亿美元）	5
图 6：美国个人养老金账户中，传统 IRA 占 85%	8
图 7：传统 IRA 和罗斯 IRA 对投资者的不同要求	8
图 8：传统 IRA 和罗斯 IRA 对投资者的不同要求（单位：岁）	9
图 9：富达集团养老投资体系	9
图 10：先锋集团为投资者提供的个人养老金产品类型	10
图 11：随着被动型基金规模的扩大，2010 年后目标日期基金加权平均费率逐渐降低	11
图 12：美国目标日期基金费率与其主动管理基金占比呈现正相关性	11
图 13：近 5 年来，美洲基金呈现回报率高，波动率，最大回撤小的特点	12
图 14：美洲基金评分较高得益于其子基金优异的表现	12

1. 美国个人养老金产品体系和准入规则

1.1 美国个人养老金可以投资哪些金融工具？

美国个人养老保险基金 (IRAs) 的投资工具十分多样。除了规定部分资产在投资范围以外, 其他资产 IRA 账户持有者均可以自由进行选择。美国没有明确规定何种养老金产品是合格的(一般认为满足工人长期退休储蓄需求的产品即为合格产品), 美国《税法》仅规定某些不能投资的领域: **如不允许 IRA 资金投资于人寿保险或收藏品** (艺术品、邮票、地毯、金属、藏酒等)。如果将 IRA 投资此类资产, 则投资金额被视为在投资当年分配, 需要为早期分配支付 10% 的额外税款。

IRA 一般在美国金融机构开设并托管, 如**共同基金公司、商业银行、寿险公司以及证券经纪商等**。IRA 的资金可以用来购买托管机构允许买卖的金融产品, 包括银行定期存款、银行理财产品、基金、股票、债券、常规衍生品、寿险公司的年金产品等。IRA 刚推出时, 大部分民众选择在银行开设 IRA, 主要投资银行存款等低风险收益产品。随着美国资本市场的发展和投资者的成熟, 管理 IRA 的金融机构呈现多样化趋势, 共同基金是大部分居民的首选。**截至 2021 年末, 美国个人退休账户持有的资产为 14 万亿, 其中近 45% 资产由共同基金管理, 寿险公司管理比例 4%, 银行管理比例下降至 5%, 其他机构管理比例 46%**。其中, 共同基金里投资于美国国内权益型基金占绝对大头, 其中包括目标日期基金和目标风险基金。而混合型基金、债券基金、海外权益型基金、货币基金分别为 19%、16%、14% 和 6%。

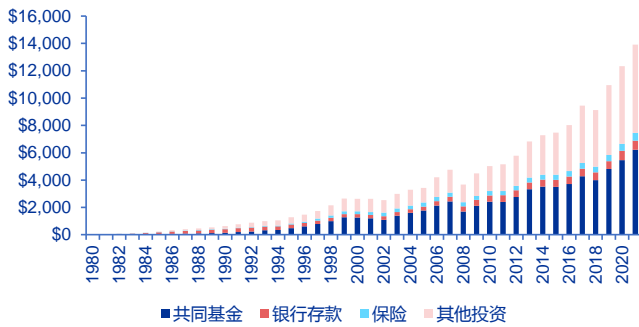
图 1 : 美国 IRA 账户可投资类型 : 银行储蓄、共同基金、保险、其他资产包括股票、债券、ETF 等

共同基金	人寿保险公司	其他资产	银行储蓄
国内股票基金	年金产品, 但不包括在共同基金内的可变年金共同基金 (Variable annuity mutual fund)	个人股票	
国外股票基金		个人债券	
混合基金		封闭式基金	
债券基金		ETFs	
货币市场基金		通过证券经纪持有的其他资产	

资料来源: IRS, 申万宏源研究

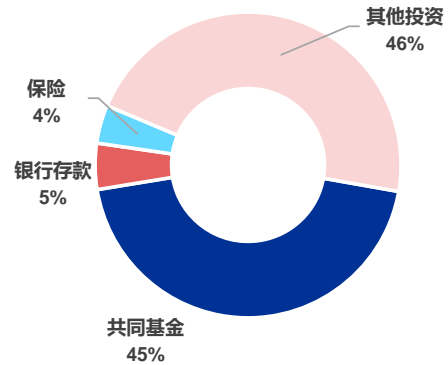
图 2：美国个人养老金 IRA 账户中共同基金占比高达 45%

美国个人养老金资产分布（十亿美元）



资料来源：ICI，申万宏源研究

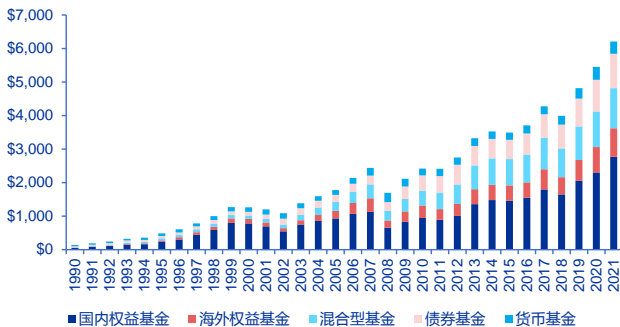
图 3：银行存款和保险占比分别在 5%以下



资料来源：ICI，申万宏源研究；2021 年

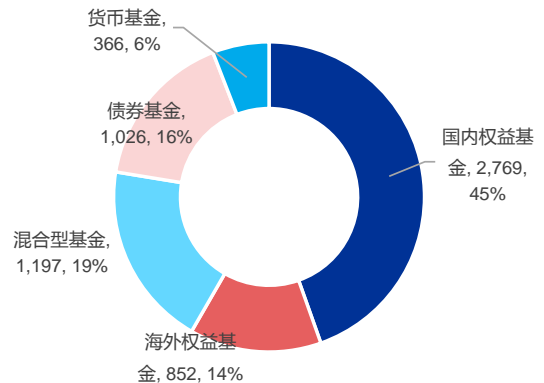
图 4：共同基金类型中，美国国内主动权益基金占比最高

IRA 账户投资于不同类型共同基金规模，十亿美元



资料来源：ICI，申万宏源研究

图 5：在共同基金里，投资于美国国内权益型基金占绝对大头（单位：十亿美元）



资料来源：ICI，申万宏源研究

另外，针对美国第二支柱 401K 的合格投资者工具 (QDIA) 法案，没有明确具体哪种产品是合格的，只要能满足工人长期的养老储蓄需求即可。最终法规规定三种产品机制：1) 基于个人的产品：该产品需要充分考虑单个投资者的年龄和退休日期，通过多样化的投资与之进行匹配。2) 基于群体的产品：通过分散投资的方式（例如 balanced fund），使该产品匹配整个员工群体的特点，而非逐一匹配单个个体。3) 为短期退出投资提供便利机制的产品：该产品在前 120 天是保本产品，若投资者选择提前退出，不用交额外的附加税。

除了对不同类型的合格投资者工具 (QDIA) 有相应的机制规定，美国对所有 (QDIA) 有以下四点硬性规定：1) 不得限制投资资金在不同 QDIA 中转移；2) QDIA 必须由相应的投资经理，或由依法注册的投资公司管理；3) QDIA 必须是多样化的投资，以尽量减少巨额损失的风险；4) QDIA 不得将参与者的供款直接投资于参与者的雇主所在公司的证券。除了硬性规定，美国对 QDIA 还给出了一下三点

建议：1) QDIA 可以是生命周期 (life-cycle) 或目标退休日期基金 (targeted-retirement-date fund); 2) QDIA 可以是平衡基金(balanced fund); 3) QDIA 可以是由专业人员管理的账户。

1.2 美国个人养老金的管理机构有何准入门槛？

根据美国《税收法》，管理 IRA 账户的准入机构只能是银行和 IRS 公布的非银行托管人名单。一般而言，符合要求的第三方金融机构(银行、投资公司、保险公司、证券经纪公司、共同基金等) 均可为客户开设、管理 IRA 计划。

具体成为 IRA 托管人的资质有如下要求：

1. 公司成立的州和日期，表明申请人经营了多长时间。

2. 连续性：申请人必须确保其不受干扰地履行受托责任，即使所有者死亡或变更。所有权的多样性是满足连续性要求的关键因素。《财政部条例》为所有权的多样性提供了三个安全港。

对于公司申请人，安全港是：1) 个人持有公司 20% 以上有表决权的股份，合计持有的股份不超过 50%；2) 公司已发行已根据 1934 年证券交易法第 12(b) 条注册或要求注册的证券；或者公司有一家母公司(根据《国内税收法》第 1563(a)(1) 条)，该母公司已发行已根据 1934 年证券交易法第 12(b) 条注册或要求注册的证券。

对于合伙申请人，安全港是：1) 每个人在合伙企业中拥有超过 20% 的利润权益的个人总共拥有不超过 50% 的此类利润权益，以及 2) 每个人在合伙企业中拥有超过 20% 的资本权益的个人总共拥有不超过 50% 的此类资本权益。3) 如果申请人不符合公司或合伙企业安全港之一，则在事实和情况测试中使用以下标准：所有权集中；非所有者管理；整体财务状况；大量业务运营；监管监督；运营年数，以及申请人独有的情况。

3. 既定地点：具有街道地址的营业地点，每个营业日都可到达。

4. 信托经验：申请人必须证明其在退休计划方面具有信托经验或专业知识。

5. 财务责任：申请人必须表现出高度的偿付能力，这可以通过审查申请人的财务报表来证明，重点是净资产、流动性和到期债务的支付。

6. 会计能力：申请人必须证明其在对大量个人进行会计核算方面的经验和能力，包括计算和分配收入以及向收款人进行分配。

7. 处理资金的适合性：申请人必须证明其在通常与处理退休资金相关的活动方面的经验和能力。

8. 受托行为规则：申请人必须拥有一份书面文件，说明行为规则可用于管理退休计划。(a) 所有者或董事将负责正确行使信托权力；(b) 接受或放弃信托账户的书面记录；(c) 如果申请人有权提供投资建议，持有或出售资产的可取性将每年确定一次；(d) 所有雇员都有充分的约束力；(e) 聘请法律顾问并随时可以转达受托事项；(f) 申请人拥有独立的信托部门；(g) 申请人每日历年评估一次信托资产，两次评估之间至少每 18 个月评估一次；(h) 除非申请人的净资产大于指定水平，否则不接受任何信托账户；(i) 申请人将维持最低净资产水平；(j) 每 12 个月一次，由合格的公共会计师进行一次详细审计；(k) 信托记录与申请人的所有其他记录分开保存。

9. 忠诚保证：参与履行受托责任的员工都需要有充分的保证(以保险的形式)，最低保证金额至少为 250,000 美元。

10. 净资产：根据最近经审计的财务报表，**申请人的净资产必须至少为 250,000 美元**。申请者的净资产大于 $\max(100,000, 4\%$ 的所有信托账户中的资产)，才能接受新的信托账户。每年都要对资产进行评估，如果净资产小于 $\max(50,000, 2\%$ 的所有信托账户中的资产)，就要放弃信托账户。

2. 美国个人养老金账户设置与安排有何特点？

美国个人养老金账户在开户年龄、税收优惠政策、缴纳领取方面具备一定的灵活性，以适应不同投资者的需求。IRAs 可分为传统型 IRA 和罗斯 IRA，美国个人养老金参加人可同时拥有享受传统账户和罗斯账户，并可在两个账户中自由分配缴费额度，但两者之和不得超过年度缴费上限。两种账户对于每年存款的需求一致，主要区别在于：

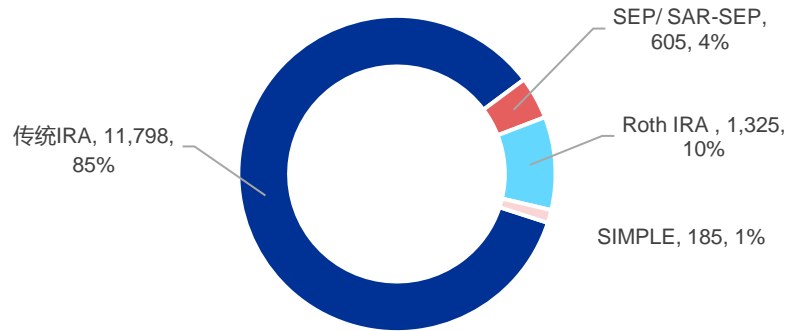
1) 年龄限制：传统 IRA 要求参与人满足年龄在 70.5 岁以下，且有应税收入的条件，而罗斯 IRA 不对投资者年龄设限，投资者需满足有应税收入（有配偶需共同申报），且满足特定收入金额上限即可参与罗斯 IRA。

2) 不同的税收优惠政策：传统的个人退休账户采取 EET 的税收优惠政策（其中 E 代表 Exempt 豁免，而 T 代表 Tax 征税），在向账户进行缴费阶段免征收入所得税，之后在账户的投资阶段同样免税，领取阶段缴纳个人所得税。而罗斯 IRA 账户则采取的是 TEE 的税收优惠政策，在向账户进行缴费阶段计缴收入所得税，之后在账户的投资阶段和领取阶段均可享受免税政策。

3) 取款方面：传统 IRA 账户的具体取款年龄限制为 59 岁半以后，之前的取款可能会引发 10% 的提前取款罚款和个人所得税的缴纳。罗斯 IRA 账户相对灵活，本金领取无限制要求，之前的不合格取款可能会引发 10% 的提前取款罚款和资本增值税的缴纳。

图 6：美国个人养老金账户中，传统 IRA 占 85%

2021年美国不同IRA账户规模，十亿美元



资料来源：ICI，申万宏源研究

图 7：传统 IRA 和罗斯 IRA 对投资者的不同要求

	传统IRA账户	罗斯IRA账户
每年存款	6,000 美元；50 岁或以上7,000 美元	6,000 美元；50 岁或以上7,000 美元
开户要求	参与人年龄在70.5岁以下，且有应税收入 70.5岁以上不允许缴纳	不对投资者年龄设限，但需有应税收入（有配偶需共同申报），且特定收入（Modified Adjusted Gross Income）低于规定金额上限（单身年收入上限为144,000 美元，已婚夫妇年收入上限为214,000 美元）即可参与Roth IRA。
取款要求	<ul style="list-style-type: none"> > 59岁半之前取款缴纳10%罚金和个人所得税； > 59岁半之后取款缴纳个人所得税； > 72岁之后必须开始取款 	<ul style="list-style-type: none"> > 本金领取年龄不设限制，无罚金，无需缴税 > 若帐户中第一次存款已超过5年，在下列情况下在59岁半以前提领投资收益部分，无罚金，无需缴税：a)用于第一次购买住房，但一生的限额是\$10,000; b) 伤残；c)死亡(由受益人领取)。如果不是上述三种情况，那么在59岁半以前提领要交10%的罚金，并交资本增值税。 > 59岁半以后且账户缴纳时间超过5年，领取本金和投资收益部分无罚金，无需缴税
税收优惠政策	采取EET的税收优惠政策，在向账户进行缴费阶段免征收入所得税，之后在账户的投资阶段同样免税，领取阶段缴纳个人所得税	采取TEE的税收优惠政策，账户缴费阶段征收个人所得税，投资收益和领取养老金时免税

资料来源：申万宏源研究整理

根据 CRS 在 2019 年的调查数据中，我们发现罗斯 IRA 在低于 54 岁的年龄段中的开户比例是高于传统 IRA 的，即年轻群体更偏向于罗斯 IRA。我们认为，年轻群体偏向罗斯 IRA 可能以下三个层面的原因。1) 税收制度：年轻员工刚工作时的有效税率相对较低的位置，在临近退休时税率反而会高，选择罗斯 IRA 能避免随着收入增加而增高的税率。2) 复利的力量：年轻时候参加罗斯 IRA，进入账户的金额有数十年的时间进行复利，在退休时提取这些经过复利的金额是免税的。若使用传统的 IRA，经过复利的金额可能带来大量的税。3) 统计偏误：罗斯 IRA 1997 年才开始，2019 年 55 岁的老人，在 1997 年仅有 33 岁。33 岁处在收入较高的年龄段，

可能不符合开设罗斯 IRA 账户的条件（对收入存在最高限制），因此造成高龄人群拥有传统 IRA 的比例有向上的偏差。

图 8：传统 IRA 和罗斯 IRA 对投资者的不同要求（单位：岁）

	拥有IRA	拥有传统IRA	拥有Roth IRA	拥有Rollover IRA
≤35	12.00%	30.0%	67.8%	
35-44	21.80%	34.4%	66.5%	33.0%
45-54	28.00%	41.5%	53.6%	37.8%
55-64	30.10%	43.7%	41.1%	48.3%
≥65	32.80%	57.6%	32.4%	40.7%

资料来源：申万宏源研究

注：Rollover IRA 账户是指从 401K 转存至 IRA 账户，一个人可能同时拥有两种类型的账户，因此每一年龄段三类 IRA 账户参与人比例合计超过 100%

3 . 美国资管机构如何布局个人养老金产品？

美国资管巨头的蓬勃发展离不开个人养老金的关键性布局。富达基金公司通过提供强大的交易平台以及智能化投顾服务，为投资者提供个性化的一站式养老金资产管理服务。富达可提供的投资产品包括股票、债券、ETF、共同基金等，可根据投资者的风险偏好进行灵活配置。其次富达也提供规划咨询服务，基于投资者偏好设置其养老投资方案，从账户开设至投资组合的规划设计分析以及策略回测，一站式解决投资者养老投资的问题。

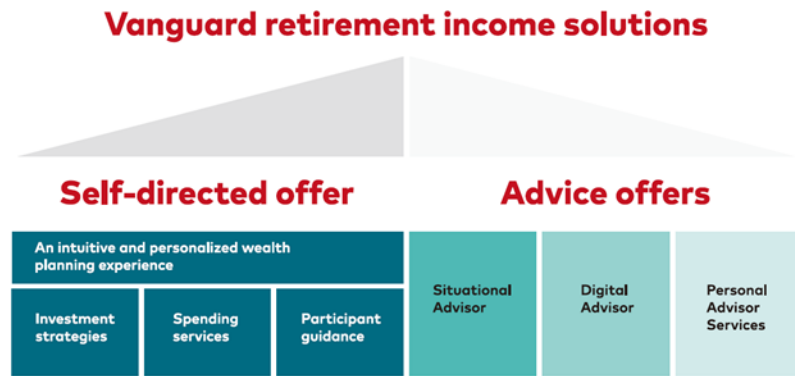
图 9：富达集团养老投资体系

投资产品	投资咨询服务	富达优势
股票	无人值守顾问	退休投资策略的个性化规划与建议
债券&CDs	混合机器人：数字投资+指导	低费用：零佣金股票，ETF交易；零费用共同基金
ETFs	专业顾问财富管理	
共同基金	私人财富管理	
行业基金		
期权		

资料来源：富达，申万宏源研究

与富达集团类似，Vanguard 在养老金的投资框架中给了投资者两种选项：1）在完成初始的指引和建议后，投资者可自行决策；2）给予更多元化的投资建议，包括场景分析、数字化决策以及个人顾问服务。同时，Vanguard 擅长给客户精细分类，对于风险承受能力较高的客户，Vanguard 会在客户退休后仍然追加一些股权投资的比例，更好的服务客户。

图 10：先锋集团为投资者提供的个人养老金产品类型



资料来源：富达，申万宏源研究

另外，灵活保费年金是保险业主要的 IRA 产品，其中保费年金既可以是固定的也可以是变化的。灵活保费年金能提供多种选择和投资组合，包括债券、固定收益基金、权益基金和货币市场基金。这些投资组合与共同基金类似，投资者可以将投资额从一个基金转移到另一个基金。相比于银行提供的 IRA，保险公司提供的 IRA 有如下优势：1) 保证能保护客户的存款账户价值。2) 可选身故赔偿 (death benefit)；3) 以账户间金额自动平衡为特点的自动账户管理机制。

4. 美国养老基金产品设计层面哪些方面值得国内借鉴？

养老基金因其资金特殊性，因其关乎广大参加人的切身利益，且是增强人民群众获得感、幸福感、安全感的重要举措，养老基金务必要做到运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值并能满足不同的投资者的不同需求。我们结合海外养老基金市场的发展经验，提出以下建议：1) 产品费率不能过高，高费率的长期投资会导致到手收益大打折扣；2) 养老基金需要控制跑不赢通胀的长期风险和净值波动的短期风险；3) 基金投资组合需要与时、与人俱进，能根据不同个体和不同时期投资者承受风险的能力进行调整；4) 进一步完善投资者教育体系，在投前、投中、投后为客户提供持续的专业陪伴，引导客户选择适合的养老金投资品并坚持长期投资。具体而言：

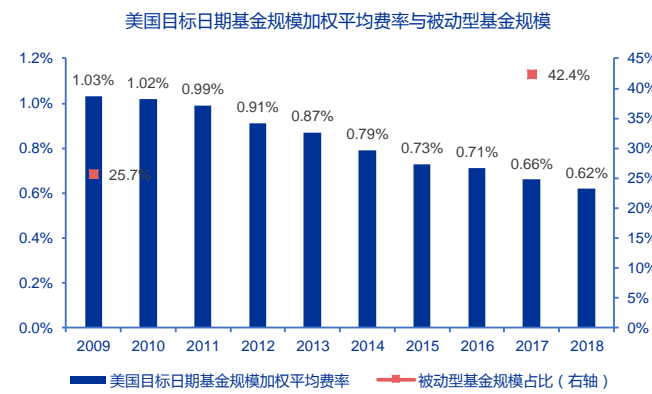
1) 产品成本：注重控制费率，提高费后收益。美国个人养老金中，Vanguard 旗下产品勇夺头筹，除了其较高的收益率，还因其费率较低，其中养老目标日期基金仅有 0.08% 的费率，只略高于指数 ETF 的费率（标普 500ETF 费率为 0.03%），远低于主动管理基金的费率。

由于养老金投资期限相对较长，而长期来看跑赢指数的主动基金相对有限，因此选择被动式投资也是一大趋势，费率将是差异化竞争的关键。根据美国经验，发展最

好的 Vanguard 作为行业龙头，其退休系列以提供低费率的指数化工具著称，主要持有宽基指数型基金，子基金拥有长期优异的表现。具体而言，Vanguard 退休日期系列持有全球股票指数基金、全市场股票指数基金、全球债券指数基金、全市场债券指数基金和通胀保值指数型基金，通过对宏观环境变化的判断，调整大类资产之间的比例，达到基金分散的效果。其子基金的资产配置涉及到海内外成千上万的股票和债券，极大程度实现了分散化。近些年我们看到各家资管巨头均在部署被动化投资产品，力争产品布局多元化和丰富化。

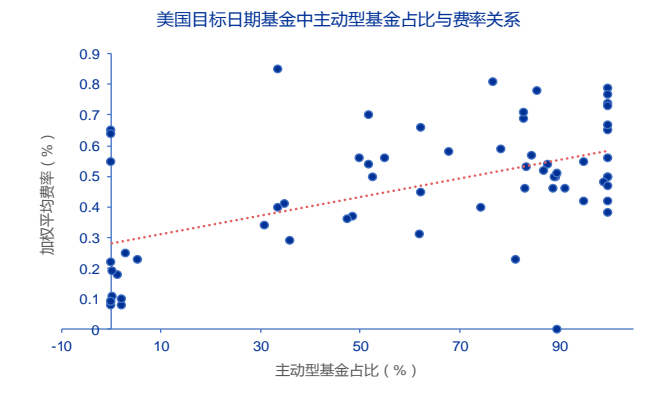
纵向来看，美国目标日期基金的管理方式从“主动”逐渐转向“被动”，被动化的背后是费率的竞争。目前来看，尽管主动型子基金仍占据市场的多数，但经过近十年来的高速发展，被动市场份额持续增长。根据晨星网，2012 年以被动型子基金为主的目标日期基金净流入规模首次超过主动型的同类，到 2016 年净流入目标日期基金的资金中三分之二流向了以被动型子基金为主的目标日期基金。截至 2017 年，美国被动式目标日期基金约占市场份额的 42.4%，相比于 2009 年增加了约 20%。

图 11：随着被动型基金规模的扩大，2010 年后目标日期基金加权平均费率逐渐降低



资料来源：《2019 target-date fund landscape》，申万宏源研究

图 12：美国目标日期基金费率与其主动管理基金占比呈现正相关性



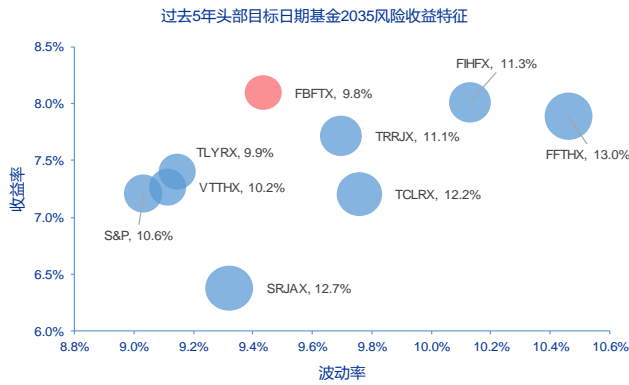
资料来源：《2019 target-date fund landscape》，申万宏源研究

2) 产品表现和管理人其他产品表现：注重长期增值能力、回撤控制和换手率。 养老资金对资产的安全性要求很高，其主要体现在基金组合上不仅要在长期取得合理收益，以应对不能跑赢物价上升的风险，还要在短期控制回撤和换手率，以应对盈亏波动剧烈的风险。

长期来看，稳健型权益类基金、固收+等类型的基金能够满足养老金长期性、收益性需求，有望在未来推动纳入个人养老金投资范围。根据证监会发展养老产品的思路，其鼓励养老金长期投资且选择风险收益特征稳定的产品。目前，我国对养老金产品的资产配置偏保守，在当前全球利率下行的形势下，固收资产配置比例过高将进一步降低收益率。由于对第三支柱养老金采取闭环管理，投资期限较长，合理提升投资风险偏好将大幅改善当前状况，因此积极提升权益资产配置是发展的必然选择。我们发现，美国资管巨头中 American Funds 在同类基金中呈现回报率高、波动率低且

回撤幅度小的特点，主要得益于其子基金优异的表现，同样吸引了较大的资金流入。根据晨星统计，American Funds 目标日期基金系列旗下的子基金评级最高，4 星以上的评级高达 60%，优于其他机构。

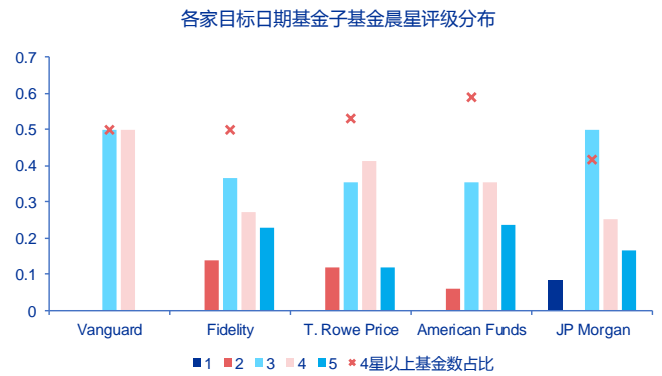
图 13：近 5 年来，美洲基金呈现回报率高，波动率，最大回撤小的特点



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

注：气泡面积大小和标签中的数字均表示各基金的最大回撤率

图 14：美洲基金评分较高得益于其子基金优异的表现



资料来源：各基金官网，申万宏源研究

3) 产品创新：基金投资组合需要与时、与人俱进，注重匹配不同类型投资者的投资需求。不同年龄阶段和不同收入层次的投资者，对投资期限、要求回报率、流动性、风险控制的要求各不相同，相应地，承受风险的能力有所差异。例如，距离退休尚且较远的年轻人投资期限较长，其抵御波动风险的能力更强，可以选择权益投资比例较高的产品。而临近退休的人投资期限相对较窄，收益本身的确定性更加重要，因此底层资产的波动性需有所降低。

4) 投教服务工作：进一步完善投资者教育体系，在投前、投中、投后为客户提供持续的专业陪伴，引导客户选择适合的养老金投资品并坚持长期投资。未来参与个人养老金制度的广大群体中（基本养老金缴纳群体超过 10 亿人），整体金融知识普及率亟待提高，市场参与主体需切实站在投资者利益的角度去深化养老投教工作。对于基金公司来说，在投前了解客户需求，如其资产配置需求、资金属性与特征以及风险承受能力等；投中为其设定合理的投资预期，协同投顾的力量，针对市场波动提供专业市场投资建议，培养长期理性的理财观；投后帮助投资者规划退休金的提取方式、潜在的使用额度等，使其平稳度过退休后生活。比如，美国富达基金拥有完善的投顾体系，包括数字化投资咨询（Fidelity Go）、资产组合咨询服务（PAS）、独立账户管理（SMA）和富达财富管理（Fidelity Wealth Services），为投资者提供个性化投资建议和陪伴。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swwhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swwhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。