



【2018】第 16 期 总第 98 期

中国证券投资基金业协会

2018 年 7 月 26 日

目标日期基金介绍与分析

【摘要】近年来全球目标日期基金规模快速增长，在养老投资领域发挥了重要作用。本文先介绍了目标日期基金的概念、规模、发展历程及在个人养老金账户中的应用。再以美国部分基金管理人旗下产品为案例，从目标日期、下滑曲线、运作方式、投资范围、费率水平、业绩基准、到期后处理等角度分析了目标日期基金的产品设计原理。最后结合前述分析，建议我国第三支柱个人养老金发展应：1、发展目标日期基金，并创造更多适合中国国情的养老理财工具；2、将目标日期基金纳入可享受税收优惠的合格投资品种；3、鼓励目标日期基金的发展和加强监管相结合；4、目标日期基金在国内要想取得成功，产品设计的细节还需根据中国的情况进行精细化打磨。

一、目标日期基金的概况

（一）目标日期基金的概念

目标日期基金 (Target Date Fund)，是一类主要为个人养老投资需求设计的基金品种。目标日期基金通常会在产品名称中设立一个“目标日期”(通常代表预计的退休年份)，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，目标日期基金在成立初期会呈现偏股型基金的特征，即具有较高比例的权益类资产，投资目标偏重于追求投资增值和成长性；随后将随着目标日期的临近，逐步降低权益类资产的配置比例，逐渐转变为一只平衡型的基金，最后转变为债券型基金，投资目标也逐渐从投资增值向偏重当期收益转变，基金的风险在此过程中也逐步降低。目标日期基金定位于为投资者提供一站式的个人养老投资解决方案，近年来在养老投资领域扮演了重要的作用。

（二）目标日期基金的市场规模

根据 LIPPER 和美国 ICI¹数据，截至 2017 年底，全球有三十多个国家/地区有目标日期基金，数量达到 1726 只，总规模 12410 亿美元。其中美国市场目标日期基金规模最大，达到 11160 亿美元，占全球目标日期基金总规模的比重高达 90%。美国市场目标日期基金在个人养老金账户中的成功应用，是其规模取得快速增长的重要原因。

¹ 指美国投资公司协会，Investment Company Institute，简称美国 ICI，下同。

表 1 全球各地区目标日期基金的统计

地区	基金规模（亿美元）	基金数量（只）
美国	11160	589
卢森堡	339.32	284
瑞典	260.99	29
意大利	249.29	182
西班牙	191.94	185
法国	73.86	116
德国	34.99	22
爱尔兰	21.86	15
马来西亚	11.45	41
澳大利亚	10.76	32
墨西哥	10.30	25
芬兰	9.81	7
香港	6.70	7
日本	5.03	103
开曼群岛	4.46	4
中国	3.75	3
比利时	3.14	20
黎巴嫩	2.52	1
波兰	2.52	5
丹麦	2.24	6
英国	1.15	14
瑞士	0.83	5
希腊	0.74	1
新加坡	0.72	4
泰国	0.50	7

加拿大	0.48	5
挪威	0.40	4
摩洛哥	0.16	1
毛里求斯	0.11	4
智利	0.08	3
哥伦比亚	0.02	1
匈牙利	0	1
总计	12410.14	1726

资料来源：LIPPER（其他地区数据来源），美国 ICI（美国数据来源）。数据截至 2017 年底。

美国市场作为目标日期基金规模最大的单一市场，市场份额集中度较高。根据晨星统计，截至 2016 年底，美国市场目标日期基金的前三大基金管理人分别为 Vanguard、Fidelity 和 T. Rowe Price，市场份额合计超过 70%，而美国市场目标日期基金的前 10 大基金管理人市场份额合计达 93.38%²。

表 2 美国前 10 大目标日期基金管理人市场份额

基金公司名称	目标日期基金管理规模（亿美元）	市场份额
Vanguard	2803.324	31.84%
Fidelity	1929.129	21.91%
T. Rowe Price	1480.077	16.81%
American Funds	536.374	6.09%
JPMorgan	447.707	5.09%
TIAA-CREF	313.394	3.56%
Principal	261.142	2.97%

² 参见：晨星《2017 Target-Date Fund Landscape》，网址：<http://corporate1.morningstar.com/ResearchArticle.aspx?documentId=803362>，下同。

American Century	170.252	1.93%
John Hancock	163.311	1.85%
BlackRock	116.793	1.33%

资料来源：晨星《2017 Target-Date Fund Landscape》，数据截至 2016 年底。

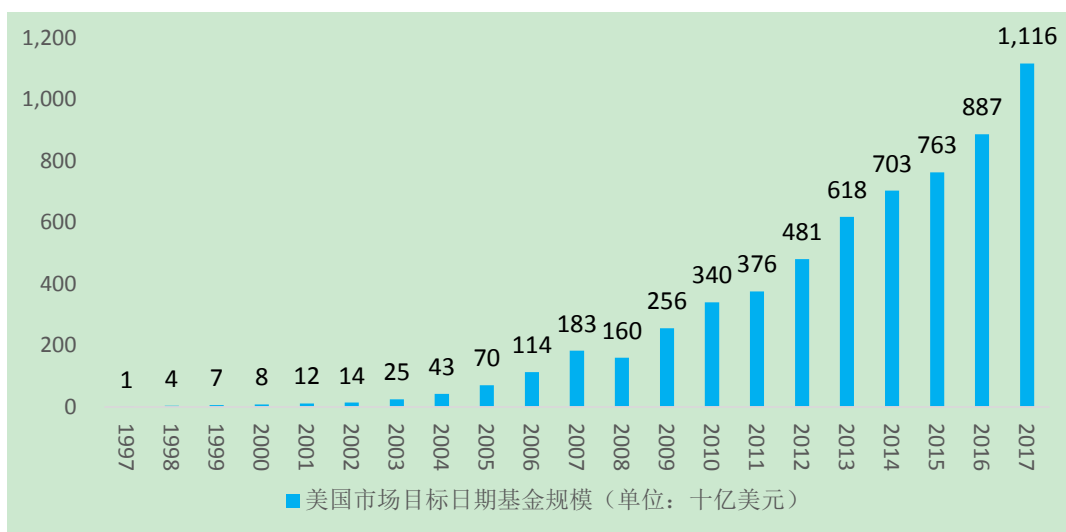
（三）目标日期基金的发展历程

1993 年，Barclays Global Investors 在美国市场推出第一只目标日期基金（BGI 2000 Fund），产品需求对象锁定在以 401(k) 计划参与者为代表的养老金市场。

1996 年 10 月，Fidelity 发行了旗下第一只目标日期基金——Fidelity Freedom 2000 Fund。T. Rowe Price、Vanguard 分别于 2002、2003 年发行各自旗下的目标日期基金。

截至 2017 年底，根据美国 ICI 的统计，美国市场目标日期基金规模达到 1.1 万亿美元。

图 1 美国市场目标日期基金规模历年变化趋势（1997-2017）



数据来源：美国 ICI。

从图 1 可以看到，美国市场目标日期基金除 2008 年受全球经济危机的影响规模略有下降外，每年均呈现正增长。2008 年

的市场大幅波动使目标日期基金规模受到了负面影响，但自 2008 年后多数基金管理人吸取了金融危机的经验，对目标日期基金的投资策略进行了优化，如设计更加稳健的下滑曲线（Glide path）³，或根据市场环境进行必要的主动资产配置调整。因此，自金融危机之后，目标日期基金进一步实现了快速增长。

（四）目标日期基金在个人养老金账户中的应用

美国目标日期基金的资金来源主要为个人养老金账户资金⁴，近十年来稳定维持在九成的水平。美国目标日期基金资产规模的快速增长得益于个人养老金资产的增长；同时目标日期基金的广泛应用优化了个人养老金的资产配置；预期未来目标日期基金在个人养老金账户中还将发挥更加重要的作用。

1、目标日期基金近 10 年在美国的个人养老金账户中实现了快速发展。

一方面，受益于 2006 年《养老金保护法案》（Pension Protection Act，简称 PPA 法案）的推动，过去 10 年美国目标日期基金规模和来自于个人养老金账户资金推动的规模增长实现了同步的高速增长。PPA 法案推出了合格默认投资选择（Qualified Default Investment Alternatives，简称 QDIA）机制：约定雇主向雇员提供 QDIA 产品，可对其投资损失免于承担受托责任，而目标日期基金则属于 QDIA 四类产品中的一种⁵。

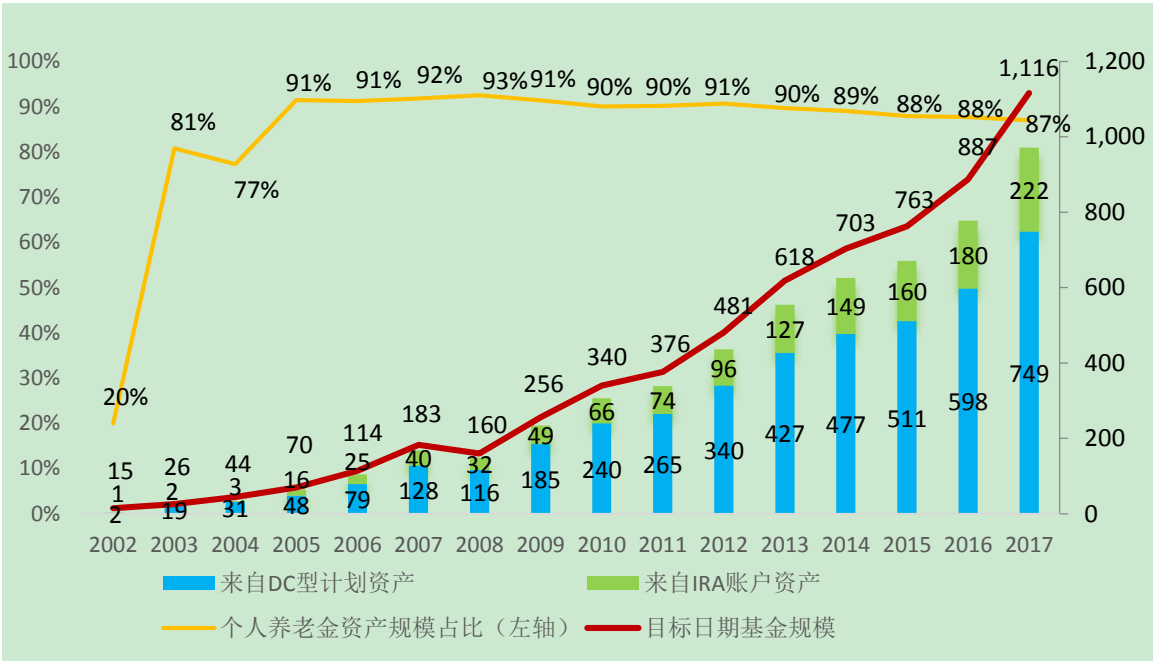
³ 例如，T. Rowe Price 旗下 2013 年成立的 T. Rowe Price Target Fund 系列与 2002 年成立的 T. Rowe Price Retirement Fund 系列相比，下滑曲线的下降速度更快，某种程度上可能反映出 2008 年金融危机对目标日期基金造成一定冲击后，部分基金公司倾向更保守的下滑曲线的变化。具体可详见本文第二部分第（二）节第 1 点。

⁴ 个人养老金账户资金包括 DC 型计划和 IRA 账户资产，下同。

⁵ 详见美国联邦法规第 29 章劳动法 2550 条受托责任的监管规则第 404 款 c-5 项“Fiduciary relief for investments in qualified default investment alternatives”，29 CFR § 2550.404c-5。

自此，美国市场越来越多的养老金资产选择目标日期基金作为投资对象，推动了美国市场目标日期基金资产规模的快速增长。根据美国 ICI 的统计，截至 2017 年末，美国市场目标日期基金规模为 1.1 万亿美元，其中来自于个人养老金账户的资金为 9710 亿美元。而 PPA 法案推出前的 2005 年，美国市场目标日期基金规模总规模为 70 亿美元，其中来自于个人养老金账户的资金为 64 亿美元。可以看到，2005-2017 年期间，美国市场目标日期基金规模增长了 15.9 倍，年复合增长率高达 26.0%；而同期来自于个人养老金账户资金推动的规模增长是 15.2 倍，年复合增长率为 25.4%，和目标日期基金规模的增长基本同步。

图 2 美国市场目标日期基金规模主要来源于养老金账户资金

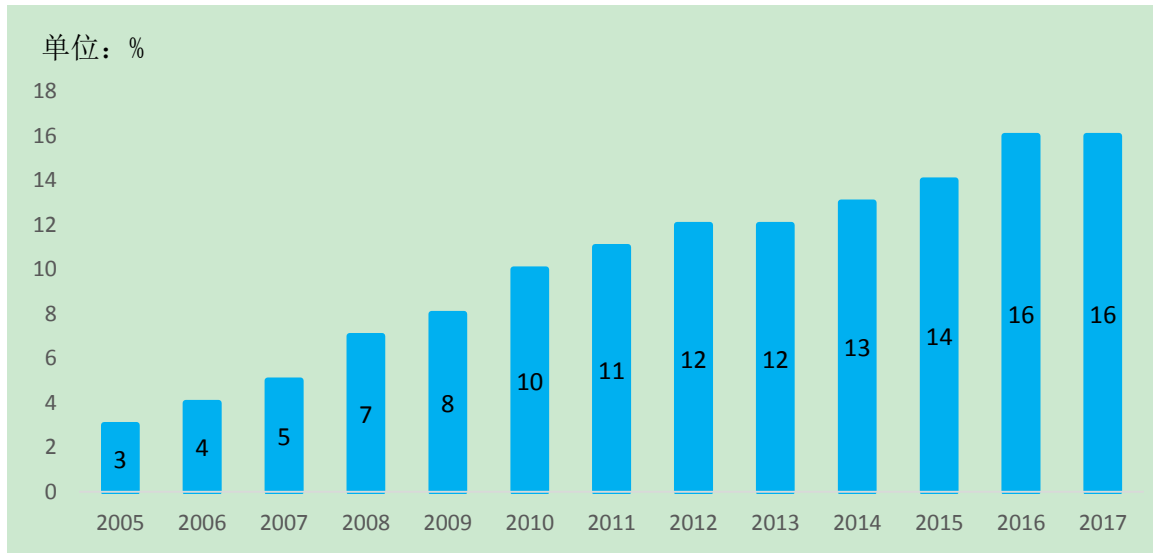


数据来源：美国 ICI，资产规模单位：十亿美元。

另一方面，目标日期基金在美国个人养老金配置的共同基金的占比在近 10 年也实现了快速提高，已成为个人养老金所持共同基金的核心。例如，根据美国 ICI 的统计，在 DC 型计划配

置的共同基金资产中，目标日期基金的占比在 2005 年-2017 年间增加了 13%，从 3%增加至 16%。

图 3 目标日期基金在 DC 型计划配置的共同基金资产中占比



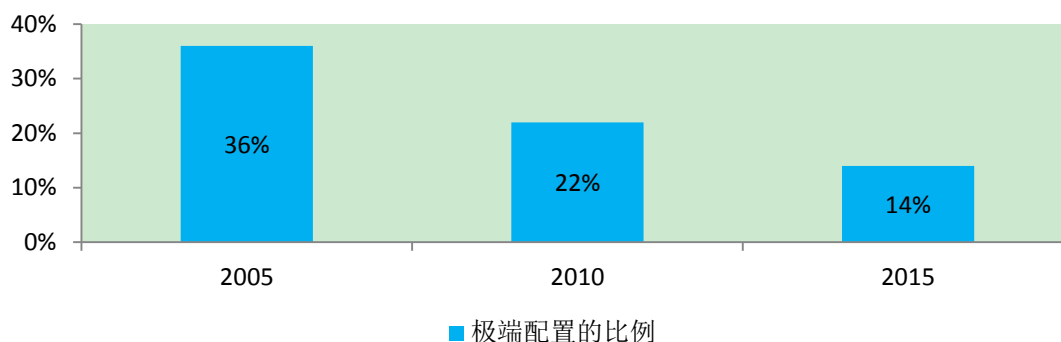
数据来源：美国 ICI。

2、目标日期基金降低了个人养老金账户极端配置的比例，优化了个人养老金账户资产配置结构。

根据 Fidelity 的统计，随着目标日期基金在个人养老金账户中的广泛应用，个人养老金账户资产配置结构得以优化，进行极端配置（配置于权益类资产的比例为 100%或 0%的投资者）的比例从 2005 年的 36%下降至 2015 年的 14%⁶。

⁶ 参见：2015 年 10 月基金业协会“生命周期基金业务培训班”培训材料《Plan Design is Driving Better Outcomes》，第 14 页。

图 4 个人养老金账户极端配置的比例随着目标日期基金的推广而下降



数据来源：Fidelity。

3、养老金参与者中，年轻人比年老者更认可目标日期基金，预示未来目标日期基金在个人养老金账户中的重要性有望进一步提高。

养老金参与者中，年轻人比年老者更认可目标日期基金。根据个人养老金投资者数据库（IRA Investor Database）2014年研究显示，传统 IRA 账户和罗斯 IRA 账户的投资者中，30-39 岁的投资者的资产配置中有 19.5%和 18.8%配置于目标日期基金，而 60-69 岁的投资者的资产配置中配置于目标日期基金的比例分别只有 5.8%和 4.4%⁷。

美国 DC 型计划最大受托人 Fidelity 对自身客户的统计，截至 2015 年 1 季度末，约有 38.6%的 DC 型计划将 100%的资产投资于目标日期基金；而对千禧一代来说，这一比例则达到 56.9%⁸。目标日期基金在年轻人中的广泛认可也得益于 PPA 法案鼓励雇主发起 401（K）计划时设立“自动注册”机制并将目标

⁷ 参见：ICI：《2017 Investment Company Fact Book》，第 155 页。

⁸ 参见：2015 年 10 月基金业协会“生命周期基金业务培训班”培训材料《History of 401K》，第 25 页。此处千禧一代根据 Fidelity 的统计标准，指出生于 1981 年至 1997 年的人。

日期基金作为默认投资选择，从而大大提高了年轻人的养老金参与率和对目标日期基金的投资。

二、目标日期基金的产品设计

目标日期基金通过设定目标日期、下滑曲线、资产配置策略等一系列核心产品要素，以力争实现最优化的退休后的收入替代目标。本部分通过对具有代表性的目标日期基金的招募说明书的分析，归纳了主流的目标日期基金的产品设计条款（主要包括 Vanguard、Fidelity、T. Rowe Price、American Funds、JPMorgan、TIAA-CREF、Principal、Blackrock 等美国市场规模排名靠前⁹的目标日期基金管理人旗下的目标日期基金），以资借鉴。

（一）目标日期

目标日期是目标日期基金最鲜明的产品要素，通常在基金名称中体现，代表预计的退休年份。例如，美国市场上的目标日期基金一般假设退休年龄为 65 岁，投资者可以直接通过目标日期选择适合自己预计退休年份的目标日期基金，简洁而直观。

从本文研究的目标日期基金来看，目前美国主流目标日期基金通常以系列的形式出现，目标日期间隔一般设为 5 年。例如截至 2018 年 4 月，Vanguard 旗下目标日期基金系列涵盖从 2015 年开始，每隔 5 年，直至 2065 年共 11 个目标日期¹⁰；Fidelity 旗下目标日期基金系列涵盖从 2005 年开始，每隔 5

⁹ 根据晨星的统计，上述 7 家基金公司旗下目标日期基金规模排名在美国市场排名前七，总规模占比超过 88%（截至 2016 年底，详见表 2）。上述样本对美国市场目标日期基金产品设计的主要特征具有一定的代表性。

¹⁰ 通常一家基金公司旗下的目标日期基金系列还包括一只风险收益特征最低的收入基金（Income Fund），主要定位为已退休人员持续投资的标的，相对于同一家公司旗下其他目标日期基金，投资目标更强调当期收入，而非长期成长性。由于收入基金在名字中不体现目标日期，而本节主要论述目标日期基金的目标日期这一产品要素，因此未特别提及，特作说明。本节后续其他举例同此。关于目标日期基金系列的收入基金的介绍详见本文第二部分第（七）节介绍。

年，直至 2060 年共 12 个目标日期。

目标日期间隔的设计也有一个演进的过程。早期成立的目标日期基金一般设定间隔为 10 年，之后又逐步补齐以 5 年为间隔的目标日期基金。例如，Fidelity 于 1996 年 10 月首次推出目标日期基金系列 (Fidelity Freedom Fund Series) 时同时推出了目标日期为 2000 年、2010 年、2020 年、2030 年¹¹的 4 只基金；此后，于 2000 年 9 月增设了目标日期为 2040 年的 Fidelity Freedom 2040 Fund，又于 2003 年 11 月同时增设了目标日期为 2005 年、2015 年、2025 年、2035 年的 4 只目标日期基金；此后，于 2011 年 6 月同时增设了目标日期为 2045 年、2050 年、2055 年的 3 只目标日期基金，于 2014 年 8 月增设了目标日期为 2060 年的目标日期基金。T. Rowe Price 于 2002 年首次推出目标日期基金系列 (T. Rowe Price Retirement Fund Series)，Vanguard 于 2003 年首次推出目标日期基金系列 (Vanguard Target Retirement Series)，JPMorgan 于 2006 年首次推出目标日期基金系列 (JPMorgan SmartRetirement Fund Series)，其设置目标日期的演进过程也和 Fidelity 类似。相对而言，较晚成立的目标日期基金则直接以 5 年为间隔设立。例如 American Funds 于 2007 年首次推出目标日期基金系列 (American Funds Target Date Retirement Fund Series)、JPMorgan 于 2012 年推出旗下第二个目标日期基金系列 (JPMorgan SmartRetirement Blend Fund Series)、T. Rowe Price 于 2013 年推出旗下第二个目标日期基金系列 (T. Rowe

¹¹ Fidelity 于 1996 年 10 月 17 日首次推出旗下目标日期基金系列，包括 5 只，依次为：Fidelity Freedom Income Fund, Fidelity Freedom 2000 Fund, Fidelity Freedom 2010 Fund, Fidelity Freedom 2020 Fund, Fidelity Freedom 2030 Fund。

Price Target Fund Series) 时, 则选择一次性设立目标日期以 5 年为间隔的系列基金产品。

主流目标日期基金的目标日期采取以 5 年为间隔可能是在营销精准性和运营经济性之间取平衡的结果。间隔越小, 每只目标日期基金针对的目标人群的年龄将更加明确; 间隔越大, 目标日期基金系列所需管理的基金数目越少。

从本文研究的目标日期基金来看, 随着各家基金公司推出的目标日期基金系列覆盖的目标日期的逐步完善, 目前各家基金公司一般会在距离退休日期 44-48 年时推出一只对应最新目标日期的目标日期基金。在美国平均 65 岁退休的假设下, 提前 44 年推出目标日期基金可使 21 岁的年轻人 (基本对应大学本科毕业) 从开始工作即能够选择大致适合自身退休时间的目标日期基金进行养老投资; 而提前 48 年推出目标日期基金则更具有前瞻性, 可使 17 岁的年轻人 (基本对应高中毕业) 从开始工作即能够选择大致适合自身退休时间的目标日期基金进行养老投资。

表 3 代表性基金公司最新推出的目标日期基金成立日距目标日期的时间长度

基金名称	基金成立日	基金成立日距目标日期的时间长度
Vanguard Target Retirement 2065	2017-7-12	48 年
Fidelity Freedom 2060 Fund	2014-8-5	46 年
T. Rowe Price Retirement 2060 Fund	2014-6-23	46 年
American Funds 2060 Target Date Retirement Fund	2015-3-27	45 年

JPMorgan SmartRetirement 2060 Fund	2016-8-31	44 年
TIAA-CREF Lifecycle 2060 Fund	2014-9-26	46 年
Principal Lifetime 2065 Fund	2017-9-6	48 年

资料来源：各家基金公司网站，富国基金整理。

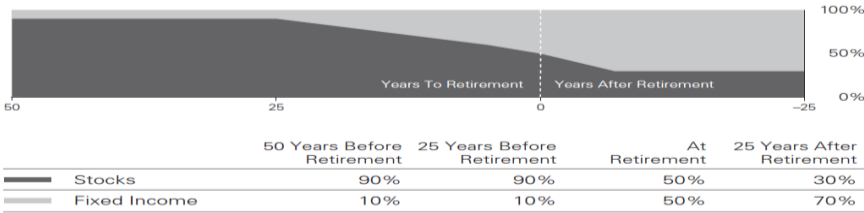
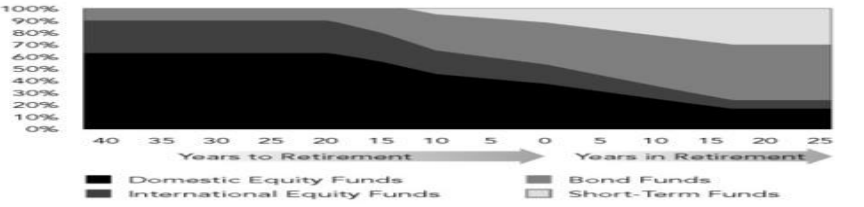
（二）下滑曲线

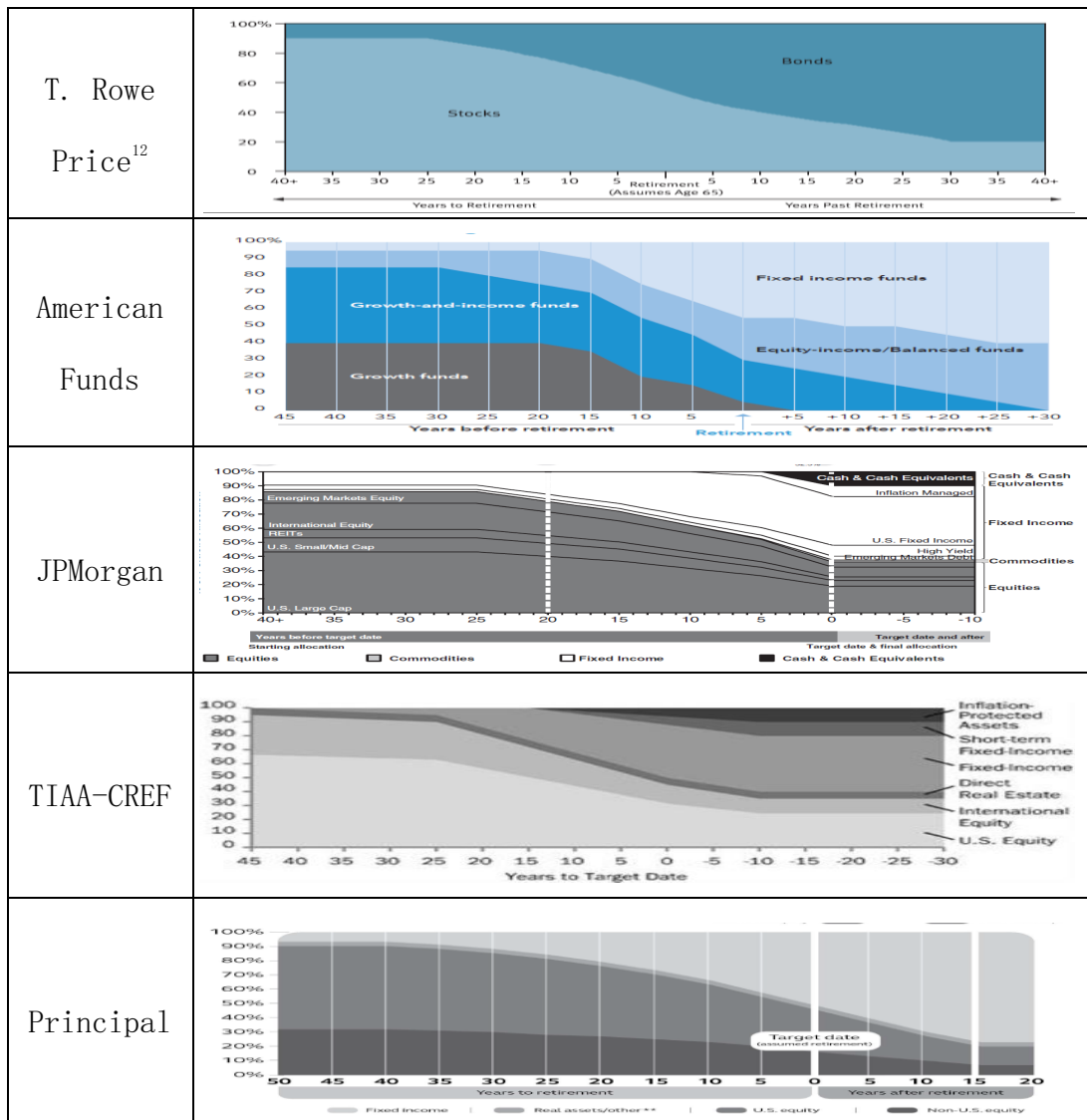
目标日期基金的另一个核心产品要素为下滑曲线（Glide Path）。下滑曲线可以理解为目标日期基金遵循的大类资产长期配置比例随时间调整的路径。目标日期基金遵循下滑曲线的指导在整个生命周期跨度下进行战略资产配置，为养老金投资者在各个年龄段平衡风险承受能力和预期收益，使得基金的投资效果能符合长期的养老投资目标。

1、代表性基金公司目标日期基金的下滑曲线一览

根据各家基金公司目标日期基金最新招募说明书披露的信息，本文研究的 7 家公司的下滑曲线的具体形态展示如表 4。

表 4 代表性基金公司目标日期基金下滑曲线形态

基金公司	旗下目标日期基金下滑曲线的形态																				
Vanguard	 <table border="1" data-bbox="459 1547 1326 1624"> <thead> <tr> <th></th> <th>50 Years Before Retirement</th> <th>25 Years Before Retirement</th> <th>At Retirement</th> <th>25 Years After Retirement</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Stocks</td> <td>90%</td> <td>90%</td> <td>50%</td> <td>30%</td> </tr> <tr> <td>Fixed Income</td> <td>10%</td> <td>10%</td> <td>50%</td> <td>70%</td> </tr> </tbody> </table>		50 Years Before Retirement	25 Years Before Retirement	At Retirement	25 Years After Retirement	Stocks	90%	90%	50%	30%	Fixed Income	10%	10%	50%	70%					
	50 Years Before Retirement	25 Years Before Retirement	At Retirement	25 Years After Retirement																	
Stocks	90%	90%	50%	30%																	
Fixed Income	10%	10%	50%	70%																	
Fidelity	 <table border="1" data-bbox="459 1648 1326 1854"> <thead> <tr> <th>Years to Retirement</th> <th>Years in Retirement</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>40</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>35</td> <td>5</td> </tr> <tr> <td>30</td> <td>10</td> </tr> <tr> <td>25</td> <td>15</td> </tr> <tr> <td>20</td> <td>20</td> </tr> <tr> <td>15</td> <td>25</td> </tr> <tr> <td>10</td> <td>30</td> </tr> <tr> <td>5</td> <td>35</td> </tr> <tr> <td>0</td> <td>40</td> </tr> </tbody> </table>	Years to Retirement	Years in Retirement	40	0	35	5	30	10	25	15	20	20	15	25	10	30	5	35	0	40
Years to Retirement	Years in Retirement																				
40	0																				
35	5																				
30	10																				
25	15																				
20	20																				
15	25																				
10	30																				
5	35																				
0	40																				



资料来源：根据各家基金公司最新招募说明书整理。

本文研究的 7 家基金公司目标日期基金的下滑曲线，都是以时间为横轴，以大类资产配置比例为纵轴。有的下滑曲线只将资产划分为权益和固定收益两大类（如 Vanguard 和 T. Rowe Price）。其余下滑曲线将资产类别进行了更细致的划分，例如，Fidelity 将权益资产又细分为美国国内权益资产和海外权益资产，将固定收益资产又细分为债券资产和短期现金资产；

¹² 因 T. Rowe Price 旗下两个目标日期基金系列，且下滑曲线形态不同，此处展示的是 2002 年成立的 Retirement Fund 系列的下滑曲线。

JPMorgan 单独列示了商品资产；TIAA-CREF 单独列示了房地产资产。如只按权益和固定收益两大类资产进行划分，表 5 统计了 7 家基金公司目标日期基金的下滑曲线有如下几个核心要素：初始权益比例、退休日期时的权益比例、最终稳定时的权益比例、退休日期后权益比例继续下降的时间。可以看到各家基金公司的下滑曲线在初始权益比例上都采取了高比例（均超过 85%），而在退休日期时的权益比例、最终稳定的权益比例以及退休日期后权益比例继续下降的时间都有较大差异，这些差异体现了各家基金公司对目标日期基金核心资产配置思路的差异。

表 5 代表性目标日期基金下滑曲线核心要素比较

基金公司	初始权益比例	退休日期时的权益比例	最终稳定的权益比例	退休日期后权益比例继续下降的时间
Vanguard	90%	50%	30%	7 年
Fidelity	90%	50-60%	24%	10-19 年
T. Rowe Price Retirement ¹³	90%	55%	20%	30 年
T. Rowe Price Target	90%	42.5%	20%	30 年
American Funds	95%	55%	40%	25 年
JPMorgan	86%	36%	36%	0 年
TIAA-CREF	95%	45%	35%	7-10 年
Principal	90%	45%	20%	15 年

¹³ 虽然其余基金公司也不乏多个系列目标日期基金的，但一般同一公司旗下下滑曲线形态通常是一样的。但 T. Rowe Price 旗下两个目标日期基金系列的下滑曲线形态不同，此处特别列出，分别为 T. Rowe Price Retirement Fund 系列（2002 年成立）和 T. Rowe Price Target Fund 系列（2013 年成立）。某种程度上可能反映出 2008 年金融危机对目标日期基金造成一定冲击后，部分基金公司倾向更保守的下滑曲线的变化。

资料来源：根据各家基金公司最新招募说明书整理。

2、下滑曲线的理论框架：考虑人力资本的生命周期资产配置理论

从本文研究的目标日期基金来看，下滑曲线均为“向下倾斜”的形态，那么下滑曲线为何向下倾斜？从直觉上，向下倾斜的下滑曲线确实符合人们的理解：随着年龄的增长，人们的风险承受能力逐渐降低，而向下倾斜的下滑曲线使得组合的波动性也随时间逐渐降低，和人们的风险承受能力同向变化。但目标日期基金配置于权益类资产的比例随时间推移逐渐降低的理论依据在哪里？

研究下滑曲线的形态本质上是在研究如何确定跨生命周期的最优资产配置策略。现代资产配置理论从 20 世纪 50 年代的马科维茨静态资产组合理论开始，逐步发展出跨周期的资产配置理论，而博迪、默顿和萨缪尔森（1992）¹⁴首次将人力资本引入长周期的最优资产配置框架，并推导出配置于权益类资产的比例应随年龄增长而降低的结论。在他们的模型中，假设个人开始具有的禀赋包括一定数量的金融资产和人力资本，该模型认为在每个时间点上，个人决定其消费的数量、金融资产投资在风险性资产上的比例以及可能获得的劳动收入“消费”在闲暇上的比例，以达到终生预期效用贴现值最大化的目标。他们的模型证明了在生命周期的任何阶段，拥有的人力资本的供给弹性越高，在资产配置时越应该承担更高风险。而年轻人在人力供给的弹性上比年长者更大，因此更容易在出现金融投资损

¹⁴ Bodie, Merton and Samuelson “Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model.” *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 16, No. 3-4(1992), pp. 427-449.

失时通过增加劳动供给而弥补投资损失，因此应配置更高比例的权益资产。这可以视作下滑曲线“向下倾斜”的理论来源。

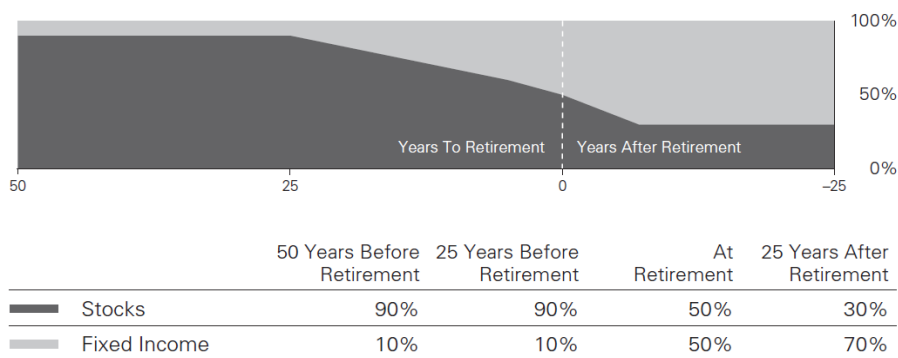
3、“到点型”和“穿点型”的下滑曲线比较

根据不同的到期理念，目标日期基金可分为“到点型(TO)”和“穿点型(Through)”。其中“到点型”在目标日期时股债比例即达到最终稳定，保持不变；而“穿点型”下滑曲线在目标日期后股债比例仍旧持续调整。“穿点型”的下滑曲线主要是为了降低长寿风险，考虑到实际情况中投资者退休后会逐步从基金账户中提取资金作为退休养老金，而不是在退休时点一次性提取，同时按照美国人的平均寿命，在目标日期达到退休年龄后，通常还有20年甚至更长的退休期间，因此为了满足整个退休周期内的养老需求，基金管理人会相对缓慢地调整权益类资产的配比直至达到最终稳定的配置比例，而不会在到达目标日期时迅速降低权益类资产的配比，以追求更长生命周期的相对较高的收益。而设置“到点型”下滑曲线的基金则更为保守，此类基金一般会在基金招募说明书中明确“主要是面向退休后追求当期收益和有限的资本增值，而不再追求较高的总收益的投资者”。

从本文研究的7家基金公司目标日期基金的下滑曲线来看，“穿点型”下滑曲线占据主流，包括Vanguard、Fidelity、T. Rowe Price、American Funds、TIAA-CREF、Principal等；而“到点型”下滑曲线仅有JPMorgan采用。

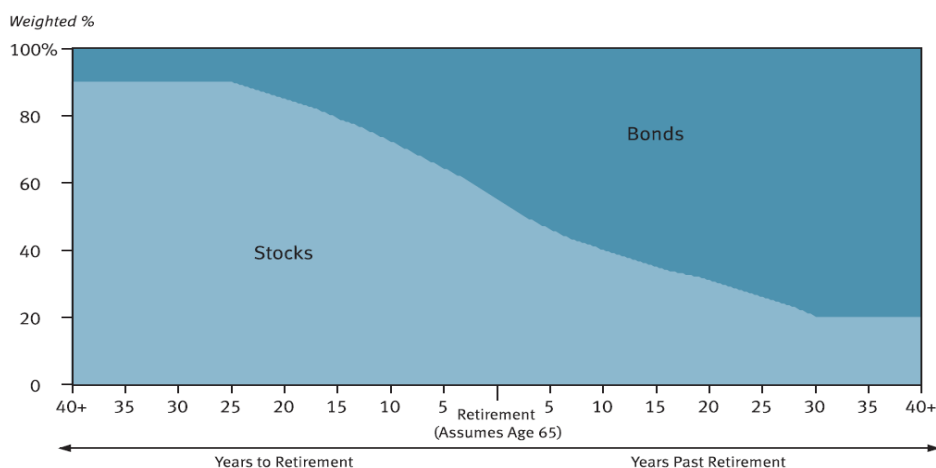
图5 Vanguard旗下目标日期基金的下滑曲线

An example of how fund asset allocations change over time



Vanguard 基金设置的下滑曲线是典型的“穿点型”，在距离目标日期 50 年以前权益类配置比例高达 90%，到达退休日期时权益配比仍高达 50%，但在之后七年内就降至最终稳定的 30%，调整速度很快，为退休后的投资者降低风险，在“穿点型”下滑曲线中相对而言比较保守。

图 6 T. Rowe Price 旗下目标日期基金¹⁵的下滑曲线

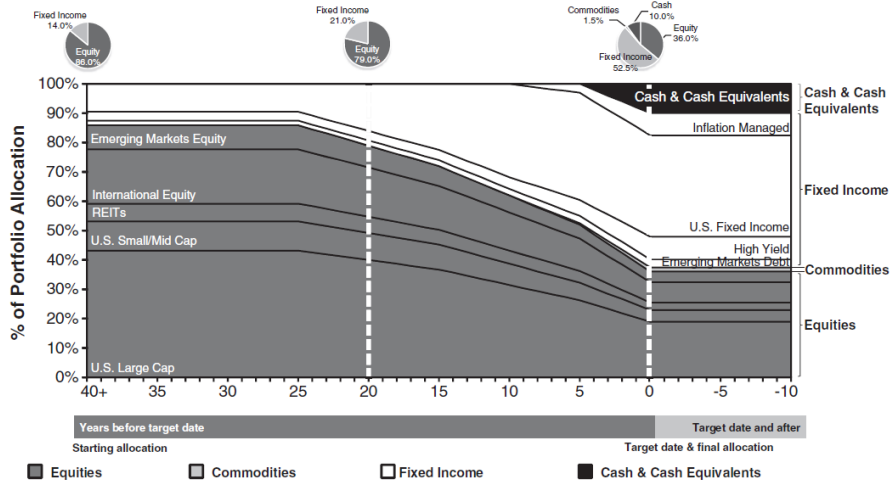


T. Rowe Price 的下滑曲线也属于“穿点型”，且相对比较激进。在距离目标日 40 年之前权益类配比也高达 90%，而在目标日到达时为了规避长寿风险，权益配比仍然高达 55%，之后 30 年内缓慢调整，最终稳定至 20%。相对 Vanguard 而言调整周期

¹⁵ 指 T. Rowe Price Retirement Fund 系列的下滑曲线。

较长，在投资者退休后仍会面临较高的风险，适合相对更加激进的投资

图7 JPMorgan 旗下目标日期基金的下滑曲线



JPMorgan 的下滑曲线属于“到点型”。距离目标日 40 年之前权益类资产配比高达 86%，到达目标日期时则降至 36%，且此后一直保持不变。

虽然美国市场采用“穿点型”下滑曲线的目标日期基金较多，但孰优孰劣并无明确结论。目前为止，“穿点型”和“到点型”下滑曲线的选择体现了基金公司资产配置的不同理念，使得对应目标日期基金实际上内含了差异化的风险特征，适合于不同风险承受能力的投资者。“穿点型”下滑曲线更高概率能对抗长寿风险，但也具有更高的波动性。2008 年金融危机的股市下跌中，部分接近目标日期的目标日期基金出现大幅的亏损使美国业界开始重新关注具有相同目标日期的目标日期基金的风险差异性¹⁶。

¹⁶ 参见: Recommendation of the Investor Advisory Committee Target Date Mutual Funds, 网址: <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/iac-recommendation-target-date-fund.pdf>

4、美国监管机构对下滑曲线监管的思考

基于下滑曲线在目标日期基金中的核心地位，在目标日期基金在养老金投资中扮演的角色日益重要以及在2008年金融危机中价值经历一定波动的背景下，美国证监会、美国劳工部等监管机构开始考虑是否应对下滑曲线等目标日期基金的核心要素进行进一步的规范，以防控风险，保护养老金投资者的利益。

美国证监会¹⁷于2010年发布了一份针对基金公司宣传推介目标日期基金的相关要求的征求意见稿¹⁸，其中提及目标日期基金的宣传推介材料（如招募说明书）应以表格、图例等形式向投资者说明基金资产配置如何随时间变化（即需披露以资产配置比例为维度的下滑曲线¹⁹）。考虑到以资产配置比例为维度的下滑曲线可能无法充分揭示目标日期基金的风险，美国证监会于2014年又进一步针对2010年的修法草案重新征求意见²⁰，其中就目标日期基金的宣传推介材料是否应披露以标准化的基金风险衡量指标为维度的下滑曲线²¹，作为以资产配置比例为维度的下滑曲线的替代或补充，以便向投资者充分展示目标日期基金的风险向社会征求意见。从目前的实践来看，基金公司目前已普遍将以资产配置比例为维度的下滑曲线以图表等形式展示在目标日期基金的招募说明书等宣传材料中；但是否应以标准化的基金风险衡量指标为维度的下滑曲线进行补充或替代目前常

¹⁷ 指 U. S. Securities and Exchange Commission.

¹⁸ 参见：Investment Company Advertising: Target Date Retirement Fund Names and Marketing, SEC Release Nos. 33-9126; 网址：<https://www.sec.gov/rules/proposed/2010/33-9126.pdf>

¹⁹ 以资产配置比例为维度的下滑曲线：asset allocation glide path.

²⁰ 参见：Investment Company Advertising: Target Date Retirement Fund Names and Marketing, SEC Release Nos. 33-9570; 网址：<https://www.sec.gov/rules/proposed/2014/33-9570.pdf>

²¹ 以标准化的基金风险衡量指标为维度的下滑曲线：glide path illustration for target date funds that is based on a standardized measure of fund risk.

规的下滑曲线，业内并未形成统一意见。例如美国 ICI 在 2014 年对美国证监会再次征求意见的反馈中提到：ICI 强烈支持 2010 年的草案中向参与者增加目标日期基金信息披露的建议（包括用平实的语言介绍以资产配置比例为维度的下滑曲线等），但基于风险的多维特性，我们认为以标准化的基金风险衡量指标为维度的下滑曲线作为以资产配置比例为维度的下滑曲线的替代或补充，可能会使参与者感到困惑甚至被误导²²。

两轮征求意见的目标指向是通过通过对 1933 年证券法和 1940 年投资公司法相关条款的修改，以加强对目标日期基金的监管。截至目前，修法事项虽暂未落地，但可从上述监管动态中看到美国市场对目标日期基金风险关注度的逐渐提高。对于我国刚刚开始起步的养老目标型目标日期基金的发展具有一定的启示意义。

（三）运作方式

目标日期基金的运作方式包括 FOF 和非 FOF 两种模式，以 FOF 模式为主。根据美国 ICI 的统计，97%的目标日期基金主要采用 FOF 模式²³，例如，Vanguard、Fidelity 和 T Rowe. Price 的目标日期基金都在其招募说明书的主要投资策略中提到“本基金主要通过投资自身旗下的其他基金来实现投资目标”。采用非 FOF 模式的代表有 Wells Fargo 旗下的目标日期基金，该系列基金采用了一种类联接基金的 Master/Gateway®结构来实现投资目标。具体而言，在这种运作方式下，每一只目标日期基金均为一只 Gateway 基金，每一只 Gateway 基金几乎将其全部资

²² 参见：ICI Submits Comment Letter in Response to DOL's Request for Comment on Its Target Date Fund Disclosure Proposal，网址：<https://www.ici.org/pdf/28240.pdf>。

²³ 参见：ICI：《2017 Investment Company Fact Book》，第 93 页。

产投资于一只或多只 Wells Fargo 专设的 Master 信托组合，每一只 Master 组合投资于一篮子证券（如债券、股票或短期工具等）以代表对应资产类别的投资。Master 信托组合只面向 Gateway 基金销售，不面向大众销售。

1、母基金的管理模式：主动型 vs 被动型

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两种，其中主动型为主流。

目标日期基金在母基金层面采取主动型运作意味着资产配置可进行适时的调整以应对市场的变化，更有利于兼顾长期的战略资产配置和中短期的战术资产调整。此类目标日期基金通常在招募说明书中约定长期的战略资产配置在市场中性情形下将遵循下滑曲线描述的资产配置结构，但基金管理人仍可根据对短期市场的判断，有限度的在下滑曲线描述的资产配置结构的基础上进行适当的调整。例如，T. Rowe Price 约定可以采取主动配置策略进行调整，但不超过下滑曲线的正负 5%；Fidelity、American Fund 和 TIAA-CREF 则约定偏离下滑曲线不超过正负 10%。

母基金层面采用被动管理模式的目标日期基金相对较少，主要是从分散风险，降低运作成本的角度出发，追踪某一个目标日期指数。例如，Wells Fargo 在 2006 年变更旗下的主动目标日期基金 Wells Fargo Advantage Outlook Fund 为追踪 Dow Jones Global Target Date Index 的被动目标日期基金，更名为 Wells Fargo Dow Jones Target Date Fund。如前文所述，Wells Fargo 旗下目标日期基金并非纯粹的 FOF 模式，而是采用

类联接基金模式。为实现对Dow Jones Global Target Date Index的有效跟踪，该公司旗下每一只目标日期基金均按照标的指数下滑曲线的资产配置投资于Wells Fargo旗下的三只Master信托组合²⁴（固定收益组合、股票组合和短期现金组合），最终实现对标的指数的跟踪。但是纯被动管理模式使得基金面对市场的变化缺乏灵活性，在同类产品中竞争优势不明显。因此，2017年7月，Wells Fargo为优化旗下目标日期基金的投资策略，又放弃了纯被动的母基金管理模式。由基金的董事会投票通过，旗下目标日期基金进一步调整为以Smart beta为主的主动量化投资策略，并再次更名为Wells Fargo Target Date Fund。

2、子基金的挑选范围：内部型 vs 非内部型

按投资的子基金是否仅为本公司旗下的基金，以FOF形式运作的目标日期基金可分为内部型和非内部型。

内部型目标日期基金仅从本公司旗下的基金中挑选子基金；非内部型目标日期基金挑选子基金则不限于本公司旗下的基金。本文研究的7家公司的目标日期基金系列除JPMorgan外均选择采用内部型模式挑选子基金。JPMorgan采取的是非内部型模式：具体为本公司旗下主动型子基金和外部公司旗下被动指数型子基金相结合的策略。

3、子基金的运作方式：主动型 vs 被动型

根据投资理念不同，以FOF形式运作的目标日期基金挑选的子基金又可分为主动型和被动型。传统上，目标日期基金子

²⁴ 三只Master信托组合为：Wells Fargo Diversified Fixed Income Portfolio, Wells Fargo Diversified Stock Portfolio, Wells Fargo Diversified Short-Term Investment Portfolio.

基金选择以主动管理型为主。但近些年由于管理成本低、透明度高，选择被动型子基金的目标日期基金更受到投资者的青睐，规模增长更快。根据晨星的统计，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²⁵。一些基金公司因此在已经成立了配置主动型子基金为主的目标日期基金前提下，又推出配置被动型子基金为主的目标日期基金系列。

表6 选择被动型子基金为主的目标日期基金

基金公司	目标日期基金	成立日期	子基金类型
Vanguard	Vanguard Target Retirement Fund	2003-10-27	被动
Fidelity	Fidelity Freedom Fund	1996-10-17	主动
	Fidelity Freedom Index Fund	2009-10-2	被动
TIAA	TIAA-CREF Lifecycle Fund	2004-10-15	主动
	TIAA-CREF Lifecycle Index Fund	2009-9-30	被动
JPMorgan	JPMorgan SmartRetirement Fund	2006-5-15	主动
	JPMorgan SmartRetirement Blend Fund	2012-7-2	权益部分为被动
Principal	Principal Lifetime Fund	2001-3-1	主动
	Principal Lifetime Hybrid Fund	2014-9-30	被动为主

资料来源：根据各家基金公司最新招募说明书整理。

（四）投资范围

目标日期基金的核心投资范围为权益和固定收益类资产，

²⁵ 参见：晨星《2017 Target-Date Fund Landscape》。

主要通过股票和债券型基金来进行配置。目标日期基金一般配置的股票基金主要包括国内大中小盘股票基金、全球市场股票基金、新兴市场股票基金、股票指数基金等；债券基金包括：高息债券基金、浮息债券基金、房地产债券基金、通胀保护债券基金、新兴市场债券基金等。

同时部分目标日期基金也包括商品基金、房地产基金（或 REITs）等另类资产，但一般投资比例并不高。例如 Fidelity 旗下目标日期基金配置了 Fidelity Series Commodity Strategy Fund，比例大约为 1.6% 左右；JPMorgan 旗下目标日期基金配置了 JPMorgan Commodities Strategy Fund 和 Schwab U.S. REIT Fund 比例大约分别在 2-3%、1-3% 左右；TIAA-CREF 专门设立了直接投资 REITs 的 TIAA-CREF Real Property Fund LP，不对外公开，仅面向旗下目标日期基金，配置比例大约为 3%。晨星认为目标日期基金对另类资产配置比例不高的原因可能和该类资产的费用较高有关²⁶。

此外，还有部分目标日期基金约定投资范围包括期货合约等衍生品。例如，Fidelity 旗下目标日期基金在招募说明书中约定可以出于现金管理的目的直接买卖期货合约。JPMorgan 旗下的两个系列目标日期基金组合中都包含部分股指期货或债券期货合约的多头/空头头寸。

同时，虽然目标日期基金主要以 FOF 形式运作，但部分基金仍然约定可直接投资于子基金投资的底层证券。例如，Fidelity 在招募说明书中约定可在调整基金比例的过程中，可

²⁶ 参见：晨星《2017 Target-Date Fund Landscape》。

以直接购买其他证券或衍生品。JPMorgan 旗下目标日期基金组合配置了美国国债。

（五）目标日期基金的费率

从本文研究的 7 家基金公司来看，以 FOF 形式为主的目标日期基金（尤其是内部型 FOF），不少选择采取在母基金或子基金层面免收管理费等形式，以提高在同类中的竞争力。多数选择在母基金层面免收管理费，比如 Vanguard、T. Rowe Price、American Funds、Principal 旗下的目标日期基金不收取管理费，只间接承担投资子基金获取的费用。而 Fidelity 旗下主动系列 Fidelity Freedom Fund 则不同，它选择在母基金层面收取管理费，但在子基金层面豁免费用的模式。

表 7 目标日期基金费率结构统计

基金公司	目标日期基金	管理费率	子基金费率 ²⁷	年化总费率	说明
Vanguard	Target Retirement Fund	0	0.13-0.15	0.13-0.15	被动系列
Fidelity	Freedom Fund	0.47-0.75	0	0.47-0.75	主动系列
	Freedom Index Fund	0	0.06-0.08	0.15	被动系列
T. Rowe Price	Retirement Fund	0	0.58-0.74	0.58-0.74	主动系列 1
	Target Fund	0	0.42-0.59	0.58-0.75	主动系列 2
American Funds	Target Date Retirement Fund	0	0.34-0.40	0.69-0.80	主动系列
JPMorgan	SmartRetirement Fund	0	0.43-0.51	0.72-0.90	主动系列

²⁷ 子基金费率：Acquired Fund Fees and Expenses

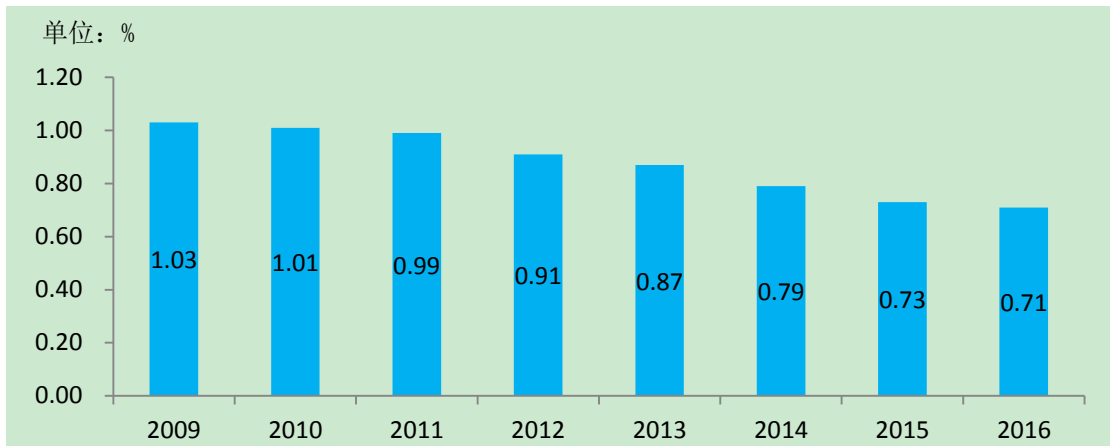
	SmartRetirement Blend Fund	0.25	0.20-0.25	0.54	权益采用 被动
TIAA-CREF	Lifecycle Fund	0.10	0.38-0.45	0.63-0.70	主动系列
	Lifecycle Index Fund	0.10	0.07-0.10	0.35	被动系列
Principal	Lifetime Fund	0	0.62-0.72	0.87-1.03	主动系列
	Lifetime Hybrid Fund	0	0.37-0.43	0.39-0.45	被动为主

资料来源：根据各家基金公司最新招募说明书整理。单位：%。

另一方面，近年来，原本已有配置主动型为主的目标日期基金的公司都顺应降费趋势成立了配置被动型为主的目标日期基金系列。被动型子基金的费用通常低于主动型子基金的费用，比较上表子基金费率（Acquired Fund Fees and Expenses）的数据可见一斑。比如 JPMorgan、TIAA-CREF、Principal 旗下都各有偏主动和偏被动两个目标日期系列，偏被动的目标日期系列获取的子基金费率分别为 0.20-0.25%、0.07-0.10%、0.37-0.43%，而偏主动的目标日期系列获取的子基金费率则分别高达 0.43-0.51%、0.38-0.45%、0.62-0.72%。

最后，美国近年来目标日期基金总费率的行业总趋势是逐年下降。晨星在美国市场目标日期基金 2017 年的年度报告中指出，2009-2016 年间，目标日期基金按资产加权的费率逐年下降，从 2009 年的 1.03% 下降到 2016 年的 0.71%，下降幅度非常显著，反映出配置被动型为主的目标日期基金更受青睐的事实。

图8 目标日期基金资产加权费率逐年下降



资料来源：晨星《2017 Target-Date Fund Landscape》。

（六）业绩比较基准

目标日期基金的业绩比较基准通常既包括普通市场指数基准和基于下滑曲线的复合指数基准。

1、普通市场指数基准

从本文研究的7家基金公司目标日期基金来看，一般都会选取一个或多个普通市场指数作为其业绩比较基准。不同基金公司选取的指数不尽相同，但基本都涵盖了权益市场指数和债券市场指数。比如美国规模最大的基金 Vanguard 同时选取了美国权益类的指数 MSCI US Broad Market Index 以及美国债券类的指数 Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index 作为其业绩比较基准。还有一些目标日期基金则直接选取了第三方机构编制的目标日期指数作为其业绩比较基准，如 S&P Target Date Index、Lipper Mixed-Asset Target Date Funds Index 等。

表 8 普通市场指数基准

基金公司	普通市场指数基准	指数描述
Vanguard	MSCI US Broad Market Index	美国权益
	Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index	美国债券
Fidelity	S&P 500 Index	美国权益
	Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index	美国债券
T. Rowe Price	S&P Target Date Index	目标日期
American Fund	S&P 500 Index	美国权益
	MSCI All Country World ex USA Index	海外权益
	Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Index	美国债券
	S&P Target Date Index	目标日期
	Lipper Mixed-Asset Target Date Funds Index	目标日期
JPMorgan	S&P Target Date Index	目标日期
	Lipper Mixed-Asset Target Date Funds Index	目标日期
TIAA	Russell 3000 Index	美国权益
	Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index	美国债券
	S&P Target Date Index	目标日期
Principal	S&P Target Date Index	目标日期

资料来源：根据各家基金公司最新招募说明书整理。

2、基于下滑曲线的复合基准

同时，不少目标日期基金还会从子基金包含的资产类别中选取有代表性的市场指数，并结合自身的下滑曲线形态，构建复合业绩比较基准。每个复合基准对各子市场指数的权重在不同的时点会随自身下滑曲线资产配置比例的变化而动态变化。

表9 基于下滑曲线的复合基准

基金公司	代表性的市场指数	资产类别
Vanguard	CRSP US Total Market Index	美国权益
	FTSE Global All Cap ex US Index	海外权益
	Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Float Adjusted Index	美国债券
	Bloomberg Barclays Global Aggregate ex-USD Float Adjusted RIC Capped Index	国际债券
	Bloomberg Barclays U.S. Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) 0-5 Year Index	短期资产
Fidelity	Dow Jones U.S. Total Stock Market Index	美国权益
	MSCI ACWI ex USA Index	海外权益
	Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index	美国债券
	Bloomberg Barclays U.S. 3 Month Treasury Bellwether Index	短期资产
T. Rowe Price	Russell 3000 Index	美国权益
	MSCI ACWI ex USA Index	海外权益
	Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index	美国债券
	Bloomberg Barclays U.S. 1 - 5Year TIPS Index	通胀保护资产
TIAA	Russell 3000 Index	美国权益
	MSCI ACWI ex USA IMI Index	海外权益
	Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index	美国债券
	Bloomberg Barclays U.S. 1 - 3Year Government/Credit Bond Index	短期资产
	Bloomberg Barclays U.S. TIPS 1 - 10 Year Index	通胀保护资产

资料来源：根据各家基金公司最新招募说明书整理。

(七) 目标日期基金到期后的处理

目标日期基金通常为系列基金，随着时间推移，系列基金中

目标日期在前的基金将逐渐达到甚至超过对应目标日期，达到目标日期后的处理成为目标日期基金特有的问题。

本文研究的 7 家基金公司中，Fidelity、JPMorgan、TIAA-CREF、Principal 在招募说明书中约定，一旦资产配置和收益基金一致，无需再经基金份额持有人投票，基金的董事会可根据最有利于份额持有人的利益，将上述目标日期基金并入收益基金（Income Fund）²⁸。

另一部分则会经董事会同意后合并到其他基金中，比如 American Fund 没有成立与目标日期基金相对应的收益基金，招募说明书则约定超过目标日期 30 年后，可以但不必须将其合并到其他基金中。

少数目标日期基金并没有标明到期后将如何处理，比如 T. Rowe Price 只说明超过目标日期后会继续调整配置以平衡长寿风险和通货膨胀风险。

三、目标日期基金的借鉴与对我国个人养老金发展的建议

结合前文美国目标日期基金在个人养老金账户的成功应用及产品设计分析的基础上，本文对我国第三支柱个人养老金发展与产品结合给出如下建议：

（一）发展目标日期基金，并创造更多适合中国国情的养老理财工具。

目标日期基金定位明确、简单易懂，投资者只需根据自己的退休日期购买目标日期基金，而其余的问题，包括如何进行

²⁸ 许多基金公司旗下的目标日期基金系列包括一只风险收益特征最低的收入基金（Income Fund），主要定位为已退休人员持续投资的标的，相对于同一家公司旗下其他目标日期基金，投资目标更强调当期收入，而非长期成长性。它的资产配置通常对应的是下滑曲线最右下端达到最终稳定后的比例。

资产配置、如何进行基金挑选、如何进行动态调整等，则全部由目标日期基金管理人一站式完成，基本上实现了养老资产合理分散、自动再平衡、组合风险随年龄下降等核心诉求，解决了投资者不知道如何选择基金的问题。因此从投资者的角度获得了认可。我国第三支柱个人养老金发展中应发挥产品创新的作用，发展目标日期基金，并借鉴其定位明确、简洁而一站式的产品设计思路，创造更多适合中国国情的养老理财工具。

（二）将目标日期基金纳入可享受税收优惠的合格投资品种。

美国的目标日期基金在 2006 年 PPA 法案的支持下被纳入合格默认投资选项（QDIA），才在养老金资产领域获得了巨大的发展。这说明目标日期基金虽然是主要以养老为目标设计的产品，但产品设计也需要和政策制定形成合力，才能最大限度发挥产品的效力。我国第三支柱个人养老金制度设计时应考虑将目标日期基金纳入可享受税收优惠的合格投资品种，充分发挥该类基金在养老投资中的价值。

（三）鼓励目标日期基金的发展和加强监管相结合。

目标日期基金自 20 世纪 90 年代中期出现以来就在养老金市场扮演重要角色，但经历 2008 年金融危机时该类基金净值大幅波动，美国证监会、劳工部等监管部门开始考虑是否应增强对目标日期基金信息披露的要求，使养老金投资者能充分理解目标日期基金的投资目标以及下滑曲线的形态等内容，从而对目标日期基金的风险有更加理性的认识。

我国养老目标型基金刚刚起步，鼓励目标日期基金的发展

需和加强监管相结合。从充分保护投资者利益出发，借鉴美国目标日期基金二十多年发展的经验，建议提高对目标日期基金下滑曲线等核心要素的监管和信息披露要求。例如，基金合同、招募说明书中应用平实易懂的语言向投资者说明基金资产配置如何随时间变化等内容。

（四）目标日期基金在国内应用时产品设计的细节还需根据中国的情况进行精细化打磨。

海外目标日期基金到期后不少都有和收益基金合并的安排²⁹，目前我国基金行业尚没有基金合并的先例。但目标日期基金到达目标日期且资产配置比例达到最终稳定以后的处理安排仍值得提前规划。一方面，目标日期基金作为系列基金，随着时间的推移，系列中基金数量将逐渐增加；另一方面，系列中已到达目标日期且配置比例达到最终稳定的基金的组合结构将趋同且资产规模将逐渐降低。上述两方面都会提高基金管理的成本，为目标日期基金设计合理的到期后处理安排对降低管理成本、提高运作效率具有重要意义。

现阶段国内目标日期基金到达目标日期且资产配置比例达到最终稳定以后，可考虑转为收益基金的联接基金。同时，也可以考虑让目标日期基金到期后成为投资几只中央基金的低风险FOF基金³⁰。最后，与收益基金合并也是可以考虑的选项，但需要监管层推动确定基金合并的具体实施细则³¹。

²⁹ 详见本文第二部分第（七）节“目标日期基金到期后的处理”。

³⁰ 在该种模式下，中央基金可以设置为三只左右，分别构建覆盖主要投资市场的组合（如股票市场、债券市场、货币市场），而目标日期基金到达目标日期且资产配置比例达到最终稳定以后，可按照对应配置比例分别投向上述中央基金。中央基金只面向上述目标日期基金，不接受其他认申购。类似于本文第二部分第（三）节介绍的Wells Fargo采用的Master/Gateway®结构。

³¹ 《公开募集证券投资基金运作管理办法》第五章“基金转换运作方式、合并及变更注册”已为公募基金合并预留了空间。

(本文由富国基金战略与产品部黄奥博撰写，协会理财及服务
机构部刘净姿审订)