

## 海外市场 FOF 概况与策略分析

## FOF 基金投资策略专题研究 (二)

本文作为 FOF 基金投资策略专题研究系列的第二篇，梳理了海外市场 FOF 基金的发展概况，并且重点分析了海外 FOF 基金的配置方法与策略，包括目标日期、目标风险、动态配置策略等，供投资者参考。

- 自 21 世纪以来，美国公募 FOF 基金规模稳步上升，主要得益于美国养老金体系的发展与政策推动。目前，美国养老金体系第二支柱中以 401-K 为主的 DC 计划和作为第三支柱的 IRAs 计划均以共同基金作为重要资产配置方向，而 2006 年美国颁布了《养老金保护法案》，其中默认投资选择机制则鼓励 DC 计划将资金投资于目标日期或生命周期等基金，因此契合养老目标的目标日期和目标风险 FOF 快速发展，从而推动了公募 FOF 的发展。
- 截至 2021 年末，美国公募 FOF 的合计规模为 3.24 万亿美元，占美国共同基金规模的 12.02%，存续数量为 1406 只，数量占比为 18.79%，其中混合型 FOF 始终占主导地位。从管理人结构来看，头部 FOF 基金管理人的市场集中度非常高，前十大管理人的合计规模占比为 87.49%，其中规模靠前的 Vanguard 和 Fidelity 公司合计市场份额超一半。
- 从投资策略来看，美国常见的 FOF 策略有目标日期、目标风险、动态配置策略等，主要集中在目标日期和目标风险策略，合计规模占比约 7 成。总结而言：
  - **目标日期策略。**该策略随目标时间临近而逐渐降低权益投资比例，核心在于该权益资产比例的下滑轨道设计，需要考虑投资者的个人特点、自上而下通过优化模型计算出下滑轨道上不同时间阶段的股债配置比例，多采用“Target-Through”型曲线设计；底层资产选择方面，多数综合实力强大的头部公司产品线布局完善，因此以内部产品作为投资标的，多数管理人还会选择管理成本低廉的指数基金进行配置；
  - **目标风险策略。**该策略基金在成立之初便会设定一个风险水平，并将基金的资产配置维持在固定比例，通过严格的风险和波动控制力争实现相对应风险程度的收益目标，产品风格更加清晰，适合风险偏好明确的投资者。产品设计方面，基金公司会设置多档目标风险以满足不同投资者的需求，例如成长、稳健成长、保守和收入型，对应的目标权益资产比例分别为 80%/60%/40%/20%；底层资产选择方面，头部综合型公司偏好布局内部产品，也有公司以“内部管理人+全市场基金”的模式运作，此外还有以 ETF 为投资标的的 ETF-FOF 目标风险组合；
  - **动态配置策略。**该类策略是根据不同资产的风险收益比，结合宏观环境及市场的变化，动态调整不同资产的配置权重，以实现多元资产配置、分散风险的目标。目前动态配置策略使用较多的理论模型有：风险平价模型、美林时钟模型、Black-Litterman 模型等；
- 除以上主流策略外，还有以行业 ETF 为标的的行业轮动策略 FOF 和限制下行风险的目标回撤策略等。

风险提示：本报告基于海外公开信息进行梳理分析，不构成投资建议。

姚紫薇 S1090519080006  
yaoziwei@cmschina.com.cn

江景梅 研究助理  
jiangjingmei@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、海外市场 FOF 概况 .....	4
1. 美国养老金体系助力 FOF 发展, FOF 基金规模逐年上升 .....	4
2. 混合型 FOF 占据主导地位, 目标日期策略充分收益 .....	5
3. 头部 FOF 基金管理人市场集中度高 .....	7
二、目标日期策略 .....	8
1. 策略基本情况 .....	8
2. 主流形式: 核心为下滑轨道设计, 头部公司偏好投资内部产品 .....	9
3. 案例分析: 以产品系列多, 面向人群广的 Fidelity 基金为例 .....	10
三、目标风险策略 .....	12
1. 策略基本情况 .....	12
2. 主流形式: 设置多档目标风险, 涵盖全球多类资产以匹配投资者需求 .....	13
3. 案例分析: 以 ETF-FOF 策略的 BlackRock 为例 .....	14
四、动态配置策略 .....	15
1. 策略基本情况 .....	15
2. 案例分析: 以规模较大的 MFS 公司为例 .....	16
五、其他策略 .....	17
1. 行业轮动策略 .....	17
2. 目标回撤策略 .....	18
六、总结 .....	18

## 图表目录

图 1 美国养老金资产规模和各类计划占比 (单位: 万亿美元) .....	4
图 2 美国 401-K 计划持有资产 (单位: 十亿美元) .....	5
图 3 美国 IRAs 计划持有资产 (单位: 十亿美元) .....	5
图 4 美国市场 FOF 基金规模变化 (单位: 万亿美元) .....	5
图 5 美国 FOF 基金数量变化 .....	6
图 6 美国 FOF 基金规模变化 (单位: 万亿美元) .....	6
图 7 美国市场不同策略 FOF 基金规模变化 (单位: 万亿美元) .....	6

图 8 目标日期 FOF 资金来源 (单位: 十亿美元) .....	7
图 9 目标风险 FOF 资金来源 (单位: 十亿美元) .....	7
图 10 美国 FOF 基金策略分布 (单位: 亿美元) .....	8
图 11 美国市场目标日期基金规模前十管理人 .....	8
图 12 Vanguard 目标退休基金下滑轨道 .....	9
图 13 Fidelity Freedom 基金下滑轨道 .....	9
图 14 Fidelity Freedom Index 2030 底层基金投资情况 .....	11
图 15 Fidelity Freedom 2030 底层基金投资情况 .....	11
图 16 Fidelity 退休管理基金下滑轨道 .....	12
图 17 Fidelity Simplicity RMD 基金下滑轨道 .....	12
图 18 美国市场目标风险基金规模前十管理人 .....	12
图 19 iShares 核心配置系列持仓情况 .....	15
图 20 iShares ESG 主题系列持仓情况 .....	15
图 21 底层基金配置 (2022/8/31) .....	16
图 22 底层区域配置 (2022/8/31) .....	16
图 23 美国市场目标风险基金规模前十管理人 .....	17
 表 1: 美国市场前十大公募 FOF 基金管理人 .....	7
表 2: Vanguard 目标退休基金系列底层基金投资情况 .....	10
表 3: Fidelity 自由系列目标日期产品 (单位: 亿美元) .....	10
表 4: 规模较大的主流目标风险基金 .....	13
表 5: John Hancock Multimanager Lifestyle Growth Portfolio 前十大重仓基金 .....	13
表 6: 贝莱德基金 iShares ETF-FOF 系列产品概况 .....	14
表 7: 规模较大的两只动态配置策略 FOF .....	16
表 8: MFS International Diversification Fund 底层基金基本情况 .....	16
表 9: First Trust Dorsey Wright Dynamic Focus 5 ETF 全部持仓基金 .....	17
表 10: Cabana 旗下目标回撤系列产品 .....	18
表 11: Cabana Target Drawdown 10 ETF 2021 年年报全部持仓基金 .....	18

## 一、海外市场 FOF 概况

### 1、美国养老金体系助力 FOF 发展，FOF 基金规模逐年上升

全球第一只 FOF 产品起源于 20 世纪 70 年代的美国，最初形式为投资于一系列私募股权基金的基金组合，目的是降低投资门槛。第一只公募 FOF 产品由先锋基金（Vanguard）于 1985 年推出，该基金 70% 的资产投资于股票型基金，30% 投资于债券型基金，投资标的均为先锋基金旗下的产品。

紧接着，美国在 20 世纪 80 年代推出了 401-K 计划，在该计划推出之前，美国的养老金主要是由雇主缴纳，私人企业负担过重，传统的养老金制度不能与当时的生产力水平相适应，而 401-K 计划由员工和老板联合上缴，激发了企业和员工参与资本市场的意愿，很快成为众多美国雇主首选的养老金计划，美国养老金规模迅速壮大。

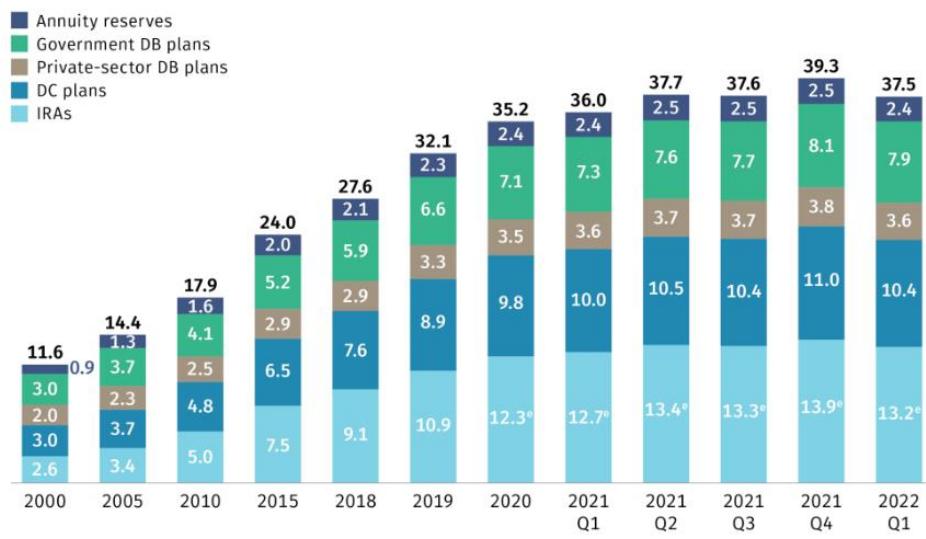
2006 年，美国 FOF 迎来政策催化剂，政府制定了鼓励美国养老金参与 FOF 产品的投资的《养老金保护法案》，接下来也通过了一系列涉及养老金投资的税收优惠政策，从而美国 FOF 市场进入了快速发展的阶段。

#### 养老金是共同基金的主要资金来源

美国养老金体系由较为完整的三大支柱构成，包括社会保险（Social Security），雇主养老金（employer-sponsored pension plans）和个人养老金（Individual Retirement Account, IRAs）。第一大支柱也是社会保障体系层面，即联邦退休金制度，它是美国养老金体系的基础，是最低保障；第二大支柱是雇主为员工提供或共同缴费供款的养老金计划，包括 DB（待遇确定型 Defined Benefits）计划和 DC（缴费供款确定型计划 Defined Contribution）计划，目前最流行的是 DC 计划下以 401-K 为代表的雇主养老金计划；第三支柱则是以 IRAs 为代表的个人退休金计划。

从组成结构来看，根据 ICI 提供的美国养老金市场数据，如图 3 所示，截至 2022Q1，美国的个人养老金 IRAs 计划资产规模达到 13.17 万亿美元，以 401-K 为主的 DC 计划资产规模为 10.45 万亿美元，二者合计占美国 37.53 万亿美元的养老金总资产的 62.93%。并且这两项计划均以共同基金作为重要资产配置方向。

图 1 美国养老金资产规模和各类计划占比（单位：万亿美元）



资料来源：ICI，招商证券

截至 2022Q1，美国养老金市场的 DC 计划中有 7.34 万亿美元被 401-K 计划持有，其中 4.68 万亿美元的资产来自共同基金，占比 63.71%；IRAs 计划中有 5.82 万亿美元投资于共同基金，占比 44.22%。根据 ICI 数据，美国共同基金市场在 2021 年末的合计规模约为 26.96 万亿美元，DC 计划和 401-K 计划合计持有共同基金 11.19 万亿美元，占比 41.50%，可以看出美国养老金是共同基金的主要资金来源。

图 2 美国 401-K 计划持有资产（单位：十亿美元）

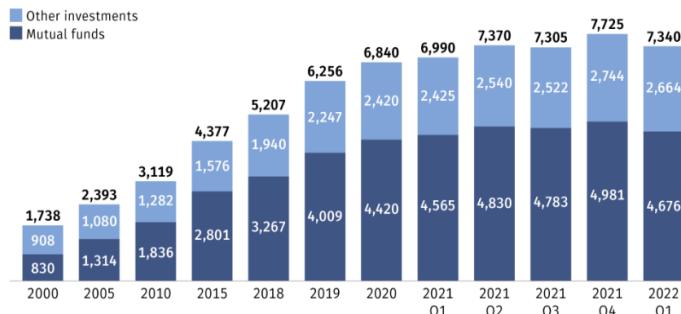


图 3 美国 IRAs 计划持有资产（单位：十亿美元）



资料来源：ICI，招商证券

资料来源：ICI，招商证券

其中，作为第三支柱的 IRAs 计划可以投资于公募基金、个股、债券及 REITs 等其他另类投资工具；而得益于美国于 2006 年颁布的《养老金保护法案》中默认投资选择机制（QDIA），在雇主养老金计划中，若拥有者未对投资策略作出选择，则默认将资金投资于考虑个人年龄或退休日期的目标日期或生命周期基金、专业管理账户、平衡基金和稳定价值型基金等。因此能够契合养老目标的目标日期和目标风险 FOF 快速发展，并推动了公募 FOF 的发展。

根据 ICI 数据显示，自 2008 年以来，美国公募 FOF 基金规模稳步上升，截至 2021 年末复合增长率达 15.96%，合计规模为 3.24 万亿美元，占美国共同基金规模的 12.02%，存续数量为 1406 只，数量占比为 18.79%。

图 4 美国市场 FOF 基金规模变化（单位：万亿美元）

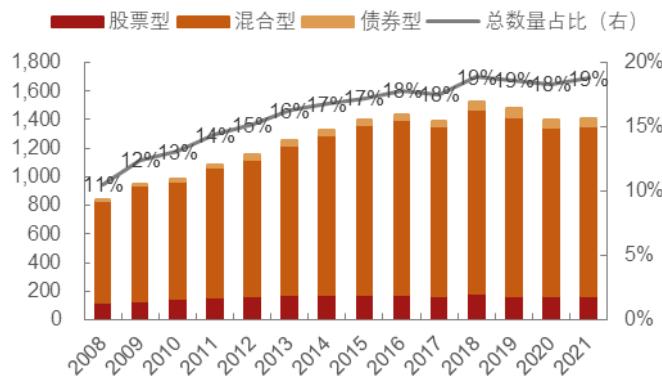


资料来源：ICI，招商证券

## 2、混合型 FOF 占据主导地位，目标日期策略充分收益

从投资类型来看，美国 FOF 市场中混合型 FOF 始终占据主导地位，无论是数量占比，还是规模占比，均处于 80% 以上。截至 2021 年末，美国混合型 FOF 基金规模达 2.63 万亿美元，占 FOF 基金规模的 81.25%，存续数量为 1190 只，占比 84.64%。

图 5 美国 FOF 基金数量变化



资料来源：ICI 2022, 招商证券

图 6 美国 FOF 基金规模变化 (单位：万亿美元)

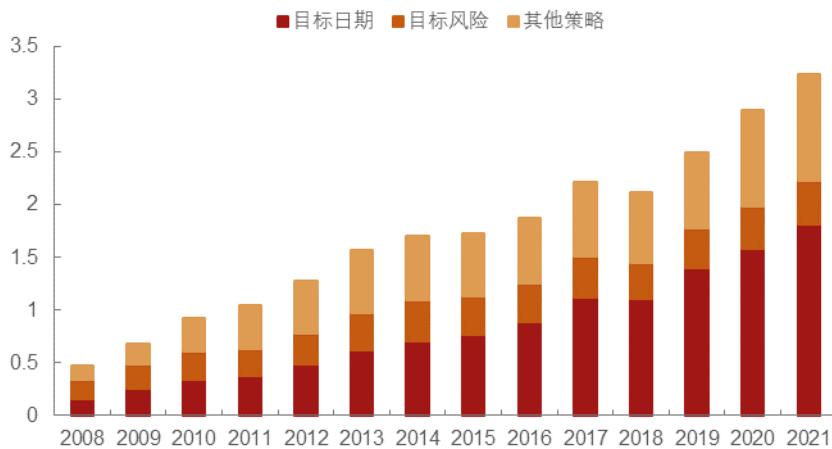


资料来源：ICI 2022, 招商证券

从投资策略来看，目前，美国市场的 FOF 基金主要分为三类：第一类为生命周期型（Lifecycle Fund），也被称为目标日期型（Target Date Fund）该类基金在成立时便设置了目标日期，而随着目标期限的接近，配置在股票资产上的比例会逐渐减少，配置在债券资产上的比例会相应增加；第二类为生活方式型（Lifestyle Fund），也被称为目标风险型（Target Risk Fund），该类基金在成立之初会设定一个风险水平，根据风险水平来确定相对应的资产配置比例；第三类为支出型产品，相较于前两类更加灵活配置，无论是在资产配置层面，还是子基金的选择都有更高的灵活度。

根据 ICI 数据，截至 2021 年末，美国共同基金市场中的目标日期型 FOF 的规模最大，为 1.81 万亿美元，占 FOF 总规模的 55.75%，其次为其他策略 FOF，规模为 1.01 万亿美元，占比 31.23%，目标风险型 FOF 的规模为 0.42 万亿美元，占比 13.02%。

图 7 美国市场不同策略 FOF 基金规模变化 (单位：万亿美元)



资料来源：ICI, 招商证券

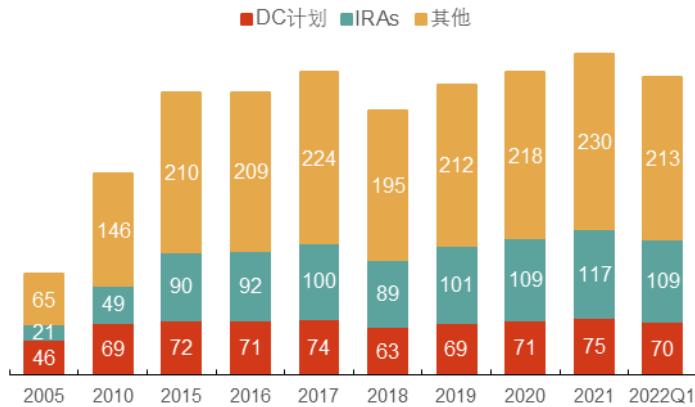
从资金来源来看，截至 2022Q1，美国公募目标日期 FOF 总规模约 1.69 万亿美元，其中 DC 计划和 IRAs 计划分别持有 1.12 和 0.32 万亿美元，占比分别为 66.33% 和 18.82%，分年的合计占比稳定高于 80%；目标风险 FOF 的资金来源中，DC 计划和 IRAs 计划合计持有 0.18 万亿美元，占比为 45.57%，分年的合计占比稳定在 40% 以上。足以说明美国养老金体系中第二、第三支柱的发展成为了公募 FOF 扩容的重要推动力。

图 8 目标日期 FOF 资金来源 (单位: 十亿美元)



资料来源: ICI, 招商证券

图 9 目标风险 FOF 资金来源 (单位: 十亿美元)



资料来源: ICI, 招商证券

### 3、头部 FOF 基金管理人市场集中度高

根据 Bloomberg 数据, 截至 2022/6/30, 我们筛选出美国市场上可获得规模数据的 872 只 FOF 基金, 合计规模约 1.95 万亿元, 市场集中度非常高, 前十大 FOF 基金管理人的合计管理规模为 1.71 万亿元, 合计占比为 87.49%, 其中规模靠前的 **Vanguard** 和 **Fidelity** 公司合计市场份额超一半, Vanguard 主要得益于指数型基金在行业中的领先地位, 并且采用布局内部指数基金的模式, 低费率吸引了大量的资金, 而 Fidelity 优势在于产品线布局广泛, 旗下产品众多, 能够满足不同投资需求的人群。

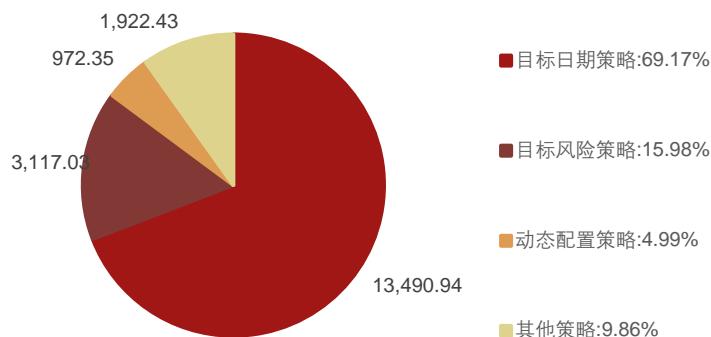
表 1: 美国市场前十大公募 FOF 基金管理人

基金公司	FOF 数量	FOF 规模(亿美元)	规模占比
Vanguard	19	5842.43	29.96%
Fidelity	110	4162.50	21.34%
American Funds	29	2800.69	14.36%
T Rowe Price	45	1615.78	8.28%
JPMorgan	27	598.05	3.07%
BlackRock	35	574.86	2.95%
MFS	14	494.71	2.54%
John Hancock	45	434.31	2.23%
Nuveen	12	331.07	1.70%
Principal Funds	13	208.34	1.07%

资料来源: Bloomberg, 招商证券 (数据截至 2022/6/30)

从 FOF 的投资策略来看, 按照 Bloomberg 的基金策略分类, 可以分为目标日期策略、目标风险策略、动态配置策略及其他策略等, 其中目标日期策略的规模最大, 达 1.35 万亿元, 占比 69.17%, 其次为目标风险策略, 占比 15.98%。下文将分析美国市场中几类主流的 FOF 策略。

图 10 美国 FOF 基金策略分布（单位：亿美元）



资料来源：Bloomberg，招商证券（数据截至 2022/6/30）

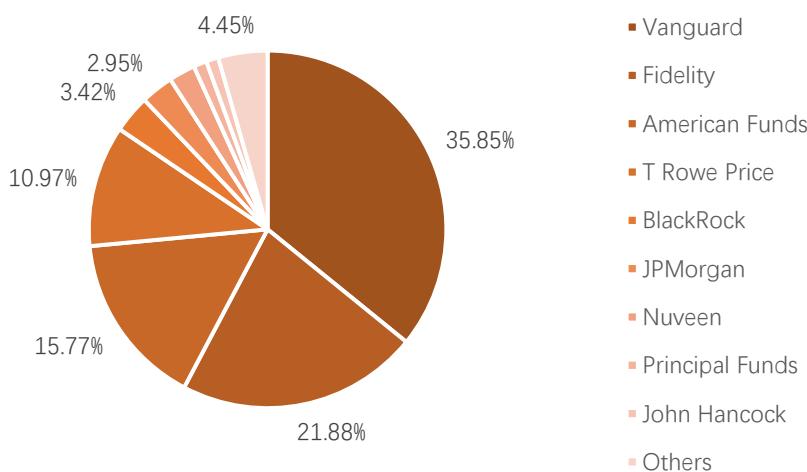
## 二、目标日期策略

### 1、策略基本情况

目标日期策略能够随目标时间临近而逐渐降低权益投资比例，为投资者提供从当下到退休全时段的一站式养老投资方案，通过产品设计为投资者解决资产配置动态调整问题。1993 年巴克莱全球投资公司推出第一只目标日期基金（BGI 2000 Fund），将目标客群锁定在 401-K 计划的参与者，2009 年贝莱德收购了巴克莱，将旗下目标日期基金归整并为 Life Path 系列；1996 年富达基金推出了富达自由系列（Fidelity Freedom Fund），之后一批大基金公司纷纷跟进，Nest Egg 在 1999 年、Principal 在 2001 年、T.Rowe Price 在 2002 年、Vanguard 在 2003 年先后推出了各自的目标日期系列，目标日期市场的竞争格局也由此打开，市场集中度较高。

根据 Bloomberg 数据，截止 2022/6/30，Vanguard 公司的目标日期基金规模最大，为 4836.21 亿美元，市占率达 35.85%，其次为 Fidelity 和 American Funds，市占率分别为 21.88% 和 15.77%。

图 11 美国市场目标日期基金规模前十管理人



资料来源：Bloomberg，招商证券（数据截至 2022/6/30）

## 2、主流形式：核心为下滑轨道设计，头部公司偏好投资内部产品

目标日期策略的核心为下滑轨道的设计，下滑轨道为权益资产投资比例随目标日期临近而降低的曲线，因此该策略的投资风格遵循进取—稳健—保守的规律。

不同的目标日期模型设计往往都采用自上而下的方法，需要考虑目标投资者的个人特点、如何设计目标日期、如何选择底层资产等多个方面。一般来说，下滑轨道的设计分为三个步骤：1) 根据目标投资者的个人特点刻画相关参数，例如退休年龄、未来可支配劳动收入、投资者风险偏好估计等特征；2) 估计底层资产的未来风险收益表现，例如未来长期预期收益、波动率及相关矩阵估计等；3) 通过马科维茨模型或其他优化模型，计算出下滑轨道上不同年龄阶段的最优股债配置比例。但基金管理人不会公布详细的模型细节，下滑轨道的设计也是管理人的竞争力所在。

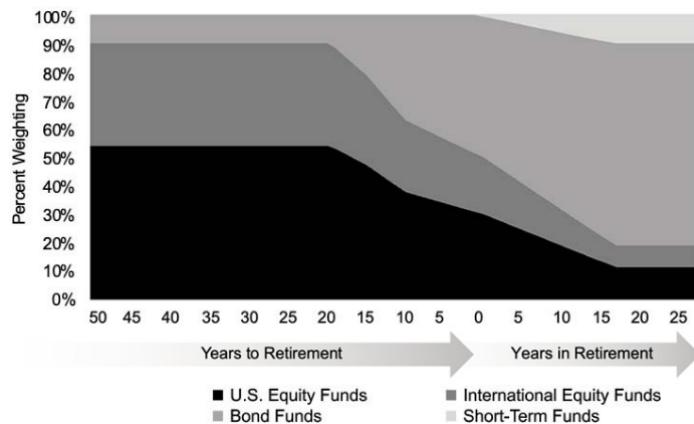
从设计类型来看，下滑轨道曲线有两类：“Target-To”型曲线会随着目标日期的临近而逐渐调低权益资产比例，以目标日期为终点，之后不再变化；而“Target-Through”型曲线则会在目标日期之后仍然继续降低权益资产的比例，考虑到了投资者退休后的投资需求。为满足更广泛的投资者需求，“Target-Through”型曲线是大多数管理人选择的方式。

以目前美国市场上规模最大的两个目标日期基金系列为例，分别为先锋目标退休基金（Vanguard Target Retirement Funds）和富达自由系列基金（Fidelity Freedom Funds），这两个系列的目标日期 FOF 分别覆盖了 2020-2070 年（间隔 5 年）和 2005-2065 年（间隔 5 年）的目标日期。下滑轨道设计如下，均为“Target-Through”型曲线，因此也有相应的产品针对已退休人群：

图 12 Vanguard 目标退休基金下滑轨道



图 13 Fidelity Freedom 基金下滑轨道



资料来源：Vanguard 官网，招商证券

资料来源：Fidelity 官网，招商证券

可以看出，先锋目标退休基金的下滑曲线相对更加平缓。先锋目标退休基金在距离目标日期 25 年以上时，产品的股债比例为 9:1，随着目标日期的逐渐接近，权益资产占比由 90% 下滑至 50%，在目标日期之后的 7 年内继续下降至 30%，之后一直保持该比例运作；而富达自由系列的下滑轨道相对更激进，在距离目标日期 20 年以上都是保持 9:1 的股债比例，随后比重下降，在目标日期时的权益资产比例为 50%，在目标日期之后的 10-19 年内继续下降至 20% 左右，之后一直保持该比例运作。

在具体的底层资产选择方面，多数综合实力强大的头部公司产品线布局完善，因此选择内部产品作为投资标的，由于主动基金费率相对较高，多数管理人还会选择管理成本低廉的指数基金进行配置。例如，市占率最高的先锋目标退休基金的投资标的为公司旗下的 5 只指数型基金，分别为代表美国和全球市场的权益市场指数和债券市场指数，以及短期通胀保障债券指数，根据不同的目标日期调整各大类资产的比例，结构简单，注重地域分散，管理费率仅 0.08%。

表 2: Vanguard 目标退休基金系列底层基金投资情况

目标日期	Total Stock Market Index	Total International Stock Index	Total Bond Market II Index	Total International Bond II Index	Short-Term Inflation-Protected Securities Index
2016-2020	27.20%	17.60%	30.90%	13.90%	10.40%
2021-2025	34.20%	22.30%	27.90%	12.50%	3.10%
2026-2030	39.20%	25.70%	24.30%	10.80%	-
2031-2035	43.40%	28.80%	19.20%	8.60%	-
2036-2040	47.90%	31.70%	14.10%	6.30%	-
2041-2045	52.60%	34.60%	8.80%	4.00%	-
2046-2050	54.30%	35.90%	6.70%	3.10%	-
2051-2055	54.10%	36.10%	6.70%	3.10%	-
2056-2060	54.20%	36.20%	6.60%	3.00%	-
2061-2065	54.30%	36.20%	6.50%	3.00%	-
2066-2070	54.00%	36.00%	7.00%	3.00%	-

资料来源: Vanguard 官网, 招商证券 (数据截至 2022/7/31)

### 3、案例分析: 以产品系列多, 面向人群广的 Fidelity 基金为例

由于 Fidelity 基金旗下目标日期基金的系列数量最多, 面向人群广, 全面渗透美国养老市场, 本节将梳理该公司旗下的目标日期基金作为案例展示。

Fidelity 基金成立于 1946 年, 是全球前十大资产管理机构之一, 主动投资能力突出, 产品布局多元化, 在养老 FOF 的发展方面走在行业前列。公司早在 1996 年便推出了“**Fidelity Freedom**”目标日期系列基金, 合计规模约 1863.37 亿美元, 主要投资于公司旗下主动型产品, 平均管理费率为 0.65%; 在 2009 年推出了费率相对较低的“**Fidelity Freedom Index**”系列, 合计规模约为 1014.12 亿美元, 主要投资于公司旗下指数基金, 平均管理费率仅 0.12%; 在 2018 年推出了“主动+被动”混合管理模式的“**Fidelity Freedom Blend**”系列, 既能降低管理费率, 又能在一定程度上保留 Fidelity 主动管理的优势, 合计规模约 105.37 亿美元, 平均费率为 0.46%。

表 3: Fidelity 自由系列目标日期产品 (单位: 亿美元)

系列名称	成立时间	管理模式	覆盖目标日期	产品数量	合计规模	平均费率
Fidelity Freedom	1996/10/17	主动	2005-2065	14	1863.37	0.65%
Fidelity Freedom Index	2009/10/2	被动	2005-2065	14	1014.72	0.12%
Fidelity Freedom Blend	2018/8/31	主动+被动	2005-2065	14	105.37	0.46%

资料来源: Fidelity 官网, 招商证券 (数据截至 2022/7/31)

以上三个系列均有 14 只产品, 并且覆盖了 2005-2065 的目标日期区间, 采用相同的股债比例下滑轨道设计, 还设定了针对达到退休年龄后的产品。从投资标的来看, Fidelity 投资的都是内部产品, 以目标日期为 2030 的产品为例, Fidelity 自由指数系列的持仓相对集中, 权益资产配置的是代表美国和海外的全市场权益指数基金, 合计占比 62.8%, 债券基金共 4 只指数型基金, 也覆盖了海内外市场。

而 Fidelity 自由和 Fidelity 自由混合系列的持仓非常分散, 持有基金数量超过 30 只, 在美国权益市场上覆盖了大盘、小盘、价值、蓝筹、成长等风格的基金, 合计占比 34.7%, 还覆盖了海外的新兴市场、加拿大市场以及成长、价值的基金, 合计占比 30.7%, 注重地域的分散性, 债券基金的配置比例为 36.7%。这两个系列的持仓重合度较高, 差异多在于混合系列的债券基金多为指数型产品。

图 14 Fidelity Freedom Index 2030 底层基金投资情况

Security Name	Market Value	Assets
U.S. Equities		
Fidelity Series Total Market Index Fund	\$6,270,555,504	38.624%
<b>U.S. Equities Total:</b>	<b>\$6,270,555,504</b>	<b>38.6%</b>
Non-U.S. Equities		
Fidelity Series Global ex U.S. Index Fund	\$3,931,886,139	24.219%
<b>Non-U.S. Equities Total:</b>	<b>\$3,931,886,139</b>	<b>24.2%</b>
Bonds		
Fidelity Series Bond Index Fund	\$3,963,652,047	24.415%
Fidelity Series International Developed Markets Bond Index Fund	\$783,612,730	4.827%
Fidelity Series Long-Term Treasury Bond Index Fund	\$737,873,883	4.545%
Fidelity Series 5+ Year Inflation-Protected Bond Index Fund	\$540,343,932	3.328%
<b>Bonds Total:</b>	<b>\$6,025,482,592</b>	<b>37.1%</b>

资料来源: Fidelity 官网, 招商证券 (数据截至 2022/7/31)

图 15 Fidelity Freedom 2030 底层基金投资情况

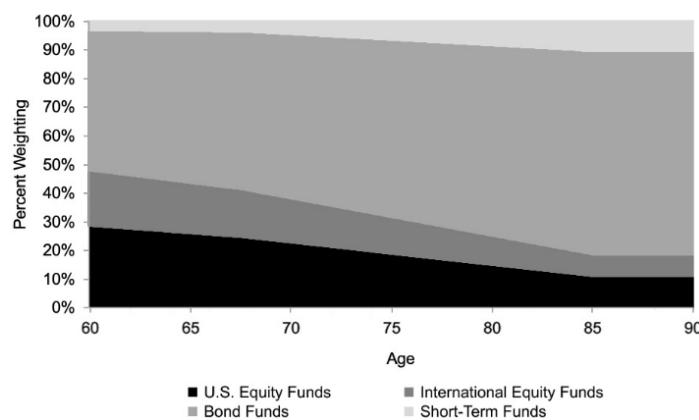
Security Name	Market Value	Assets
U.S. Equities		
Fidelity Series Growth Company Fund	\$1,884,560,480	5.700%
Fidelity Series Large Cap Stock Fund	\$1,781,044,938	5.387%
Fidelity Series Stock Selector Large Cap Value Fund	\$1,318,639,178	3.988%
Fidelity Series Intrinsic Opportunities Fund	\$1,184,172,749	3.582%
Fidelity Series Opportunistic Insights Fund	\$1,052,099,716	3.182%
Fidelity Series Value Discovery Fund	\$1,003,862,607	3.036%
Fidelity Series Blue Chip Growth Fund	\$944,424,866	2.857%
Fidelity Series Small Cap Opportunities Fund	\$635,634,999	1.923%
Fidelity Series Large Cap Value Index Fund	\$595,508,378	1.801%
Fidelity Series Commodity Strategy Fund	\$463,225,220	1.401%
Fidelity Series All-Sector Equity Fund	\$415,779,198	1.258%
Fidelity Series Small Cap Discovery Fund	\$196,172,253	0.593%
CME E-mini S&P 500 Index Contracts	\$6,200,250	0.019%
<b>U.S. Equities Total:</b>	<b>\$11,481,324,834</b>	<b>34.7%</b>
Security Name	Market Value	Assets
Bonds		
Fidelity Series Investment Grade Bond Fund	\$6,785,366,253	20.523%
Fidelity Series Long-Term Treasury Bond Index Fund	\$1,740,775,474	5.265%
Fidelity Series International Developed Markets Bond Index Fund	\$1,259,242,955	3.809%
Fidelity Series 5+ Year Inflation-Protected Bond Index Fund	\$1,137,512,041	3.441%
CBOT Ultra 10-Year U.S. Treasury Note Contracts (United States)	\$652,221,125	1.973%
Fidelity Series High Income Fund	\$177,768,043	0.538%
Fidelity Series Emerging Markets Debt Fund	\$165,582,700	0.501%
Fidelity Series Real Estate Income Fund	\$111,417,140	0.337%
Fidelity Series Emerging Markets Debt Local Currency Fund	\$54,942,606	0.166%
Fidelity Series Floating Rate High Income Fund	\$32,135,091	0.097%
Fidelity Series International Credit Fund	\$16,049,878	0.049%
<b>Bonds Total:</b>	<b>\$12,133,013,307</b>	<b>36.7%</b>
Security Name	Market Value	Assets
Non-U.S. Equities		
Fidelity Series Emerging Markets Opportunities Fund	\$3,197,516,865	9.671%
Fidelity Series International Growth Fund	\$1,811,498,670	5.479%
Fidelity Series Overseas Fund	\$1,785,979,414	5.402%
Fidelity Series International Value Fund	\$1,679,695,203	5.080%
Fidelity Series Canada Fund	\$727,324,452	2.200%
Fidelity Series International Small Cap Fund	\$474,777,941	1.436%
Fidelity Series Emerging Markets Fund	\$352,377,436	1.066%
ICE E-mini MSCI Emerging Markets Index Contracts	\$122,565,875	0.371%
ICE E-mini MSCI EAFE Index Contracts	-\$3,287,067	-0.010%
<b>Non-U.S. Equities Total:</b>	<b>\$10,148,448,789</b>	<b>30.7%</b>
Security Name	Market Value	Assets
Short-Term Debt & Net Other Assets		
Fidelity Cash Central Fund	2.01%	
U.S. Treasury Bill 2.36% 10/20/22	\$43,101,827	0.130%
U.S. Treasury Bill 2.20% 9/29/22	\$7,491,262	0.023%
U.S. Treasury Bill 2.33% 10/13/22	\$6,576,445	0.020%
U.S. Treasury Bill 2.15% 9/15/22	\$5,733,117	0.017%
U.S. Treasury Bill 2.15% 9/8/22	\$5,515,423	0.017%
U.S. Treasury Bill 2.12% 9/22/22	\$3,322,557	0.010%
	\$588,247	0.002%
<b>Short-Term Debt &amp; Net Other Assets Total:</b>	<b>\$72,328,877</b>	<b>0.2%</b>

资料来源: Fidelity 官网, 招商证券 (数据截至 2022/7/31)

除以上 3 个目标日期系列外, 公司针对已退休或接近 RMD<sup>1</sup>年龄的人群还推出了 “**Fidelity Managed Retirement**” 系列和 “**Fidelity Simplicity RMD**” 系列。前者主要是在退休期后, 以 50%的权益资产配置比例为起点, 随着年龄的增长逐渐降低配置, 直至保持在 20%左右, 并且能够逐步提取金额, 保证稳定的现金流入; 后者则是在接近或超过最迟领取年龄时提供最优的现金提取方案, 权重资产的配置起点为 65%。产品的下滑轨道设计如下:

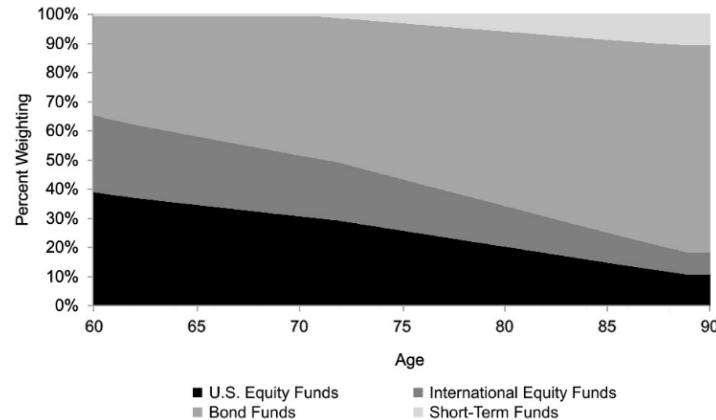
<sup>1</sup> 美国的传统 IRAs 计划设定了养老金领取最迟年龄 70 岁, 若超过年龄未领取最低分配金额 RMD 则会受到税收处罚

图 16 Fidelity 退休管理基金下滑轨道



资料来源：Fidelity 官网，招商证券

图 17 Fidelity Simplicity RMD 基金下滑轨道



资料来源：Fidelity 官网，招商证券

### 三、目标风险策略

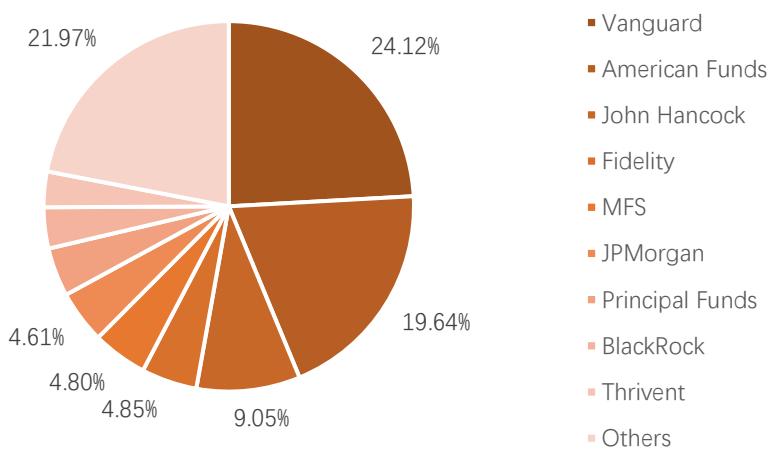
#### 1、策略基本情况

目标风险基金在成立之初便会设定一个风险水平，并将基金的资产配置维持在固定比例，通过严格的风险和波动控制力争实现相对应风险程度的收益目标，通常按照投资者的风险容忍度分为积极、均衡和保守配置型产品，积极型产品的高风险资产占比较高，反之保守型产品的低风险资产占比较高。

对比目标日期型基金，目标风险基金投资于权益、固定收益等产品的配置比例是固定的，不随时间期限的变化而动态调整，因此产品的风格更加清晰且长期稳定，适用于风险偏好明确的投资者。

根据 Bloomberg 数据，截止 2022/6/30，Vanguard 公司的目标风险基金规模最大，为 737.62 亿美元，市占率达 24.12%，其次为 American Funds 和 John Hancock，市占率分别为 19.64% 和 9.05%，市场集中度较高。

图 18 美国市场目标风险基金规模前十管理人



资料来源：Bloomberg，招商证券（数据截至 2022/6/30）

## 2、主流形式：设置多档目标风险，涵盖全球多类资产以匹配投资者需求

目标风险策略的设计思路是在风险一定的情况下，选取适当的风险测度指标和方法，设定相应的风险目标值，并在此基础上，以最大化收益为追求，通过优化求解，得到组合中各类资产的最优配置权重。因此，风险的定义方式、风险测度的选取，成为影响投资组合的关键：不同的风险测度指标相对应的指标设定标准和组合权重求解方法均有差异，最终带来组合资产配置权重的不同。

通常情况下，基金公司会设置多档目标风险以满足不同风险偏好投资者的需求，例如，Vanguard 公司旗下共有 5 只目标风险基金，合计规模约 773 亿美元，根据基金合同中规定的股债比例，策略类型覆盖了成长、稳健成长、保守和收入，目标权益资产比例分别为 80%/60%/40%/20%，实际投资时尽量减少偏离；

John Hancock 公司旗下“Multimanager Lifestyle”系列也设置了激进、成长、均衡、稳健和保守 5 只产品，合计规模约 246.4 亿美元，目标权益资产比例的设置变动范围在 15%-20% 之间，实际投资时管理人将根据子基金的具体业绩表现和整体经济市场状况等来灵活调整配置，以提高组合的收益风险表现。

表 4：规模较大的主流目标风险基金

基金公司	基金名称	成立日期	策略类型	权益资产比例	基金规模(亿美元)	费率
Vanguard	Vanguard STAR Fund	1985/3/29	稳健成长	60%	233	0.31%
	Vanguard LifeStrategy Growth Fund	1994/9/30	成长	80%	188	0.14%
	Vanguard LifeStrategy Moderate Growth Fund	1994/9/30	稳健成长	60%	194	0.13%
	Vanguard LifeStrategy Conservative Growth Fund	1994/9/30	保守	40%	109	0.12%
John Hancock	Vanguard LifeStrategy Income Fund	1994/9/30	收入	20%	50	0.11%
	Multimanager Lifestyle Aggressive Portfolio	2005/10/17	激进	85%+	31.6	1.10%
	Multimanager Lifestyle Growth Portfolio	2005/10/17	成长	70%-85%	88.2	1.06%
	Multimanager Lifestyle Balanced Portfolio	2005/10/17	均衡	50%-70%	82.4	1.01%
	Multimanager Lifestyle Moderate Portfolio	2005/10/17	稳健	30%-50%	24.4	0.96%
	Multimanager Lifestyle Conservative Portfolio	2005/10/17	保守	15%-30%	19.8	0.92%

资料来源：Vanguard 官网，John Hancock 官网，招商证券（数据截至 2022/7/31）

在底层资产选择方面，头部综合型公司偏好布局内部产品，也有公司以“内部管理人+全市场基金”的模式运作。例如，Vanguard 的 LifeStrategy 系列仍是以公司旗下 4 只分别代表美国和全球市场的权益市场和债券市场的指数基金作为投资标的（同目标日期系列），根据设定的股债比例以及对海内外资产的观点调整配置，因此费率较低，平均为 0.125%；但 Vanguard STAR 基金则是以公司内部的 10 只跨资产类别主动管理基金为标的，因此费率略高于 LifeStrategy 系列，为 0.31%，是美国市场上规模最大的目标风险基金，规模达 233 亿美元；

而 John Hancock 公司则不同，其内部产品线可能无法满足构建多资产 FOF 组合，因此其目标风险基金系列以公司内部的投资顾问团队为基金经理，投资标的为涵盖全球资产类别的全市场基金，因此费率相对较高，平均约为 1%。具体而言，以规模较大的“Multimanager Lifestyle Growth Portfolio”为例，该组合在 2022/7/31 持有的基金数量为 41 只，持仓分散，前十大重仓基金的合计占比为 50.87%：

表 5：John Hancock Multimanager Lifestyle Growth Portfolio 前十大重仓基金

基金名称	基金管理人	占比
International Strategic Equity Allocation Fund	MIM	6.32%
Equity Income Fund	T. Rowe Price	6.26%
Bond Fund	MIM	5.96%
Mid Value Fund	T. Rowe Price	5.71%
Fundamental Large Cap Core Fund	MIM	5.06%
Blue Chip Growth Fund	T. Rowe Price	4.87%
Capital Appreciation Value Fund	T. Rowe Price	4.25%
JHF Mid Cap Growth	Wellington	4.20%
Disciplined Value Fund	Boston Partners	4.16%

基金名称	基金管理人	占比
Disciplined Value International Fund	Boston Partners	4.08%
	合计	50.87%

资料来源: John Hancock 官网, 招商证券 (数据截至 2022/7/31)

### 3. 案例分析: 以 ETF-FOF 策略的 BlackRock 为例

除以上主流策略外, 美国市场上还有一类规模较大的目标风险 ETF-FOF 产品, 该类产品通常以某种 FOF 策略指数为跟踪标的, 以 ETF 作为投资标的, 结合 FOF 的运作模式, 一方面可以提高透明度和估值效率, 另一方面成本更加低廉。该类产品的代表公司为贝莱德 (BlackRock) 旗下 iShares 品牌。

iShares 旗下的 ETF-FOF 产品共 8 只, 分为 2 个系列, 分别为核心配置系列和 ESG 配置系列, 8 只产品均属于被动型目标风险策略, 策略类型都设置了激进、成长、稳健和保守, 目标权益资产比例分别为 80%/60%/40%/30%, 配置的均是公司内部的 ETF 产品, 费率也较低廉。基本信息如下, 其中 AOR 核心成长配置 ETF 是美国市场中规模最大的 ETF-FOF。

表 6: 贝莱德基金 iShares ETF-FOF 系列产品概况

基金代码	基金名称	成立日期	策略类型	权益资产比例	资产规模 (亿美元)	费率
AOK	iShares Core Conservative Allocation ETF	2008/11/4	保守型	30%	8.59	0.21%
AOM	iShares Core Moderate Allocation ETF	2008/11/4	稳健型	40%	14.67	0.21%
AOR	iShares Core Growth Allocation ETF	2008/11/4	成长型	60%	18.35	0.20%
AOA	iShares Core Aggressive Allocation ETF	2008/11/4	激进型	80%	14.06	0.20%
EAOK	iShares ESG Aware Conservative Allocation ETF	2020/6/12	保守型	30%	0.08	0.30%
EAOM	iShares ESG Aware Moderate Allocation ETF	2020/6/12	稳健型	40%	0.05	0.31%
EAOR	iShares ESG Aware Growth Allocation ETF	2020/6/12	成长型	60%	0.16	0.33%
EOA	iShares ESG Aware Aggressive Allocation ETF	2020/6/12	激进型	80%	0.20	0.34%

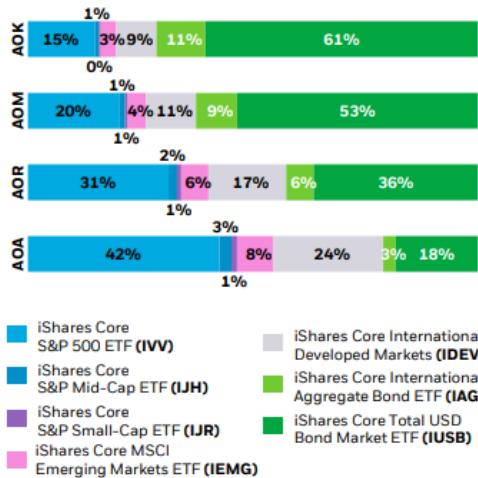
资料来源: iShares 官网, 招商证券 (截至 2022/8/31)

从跟踪指数来看, iShares 核心配置系列跟踪的指数是标普目标风险指数, 例如核心配置稳健型配置 ETF (iShares Core Conservative Allocation ETF) 跟踪的是 S&P Target Risk Moderate Index; ESG 配置系列跟踪的是贝莱德 ESG 主题指数, 例如 ESG 主题稳健型配置 ETF (iShares ESG Aware Conservative Allocation ETF) 跟踪的是 BlackRock ESG Aware Conservative Allocation Index。这两个系列的 ETF-FOF 投资目的均是通过目标风险收益模型, 基于大类资产 ETF 构建股债搭配的组合, 以获得与基准指数相似的风险收益表现。

从官网披露的 2022 年二季度的持仓信息来看, iShares 核心配置系列的 ETF 在 7 只 iShares 旗下的 ETF 中进行不同比例的配置, 这 7 只 ETF 包括了 5 只股票型 ETF 和 2 只债券型 ETF, 分别代表着标普 500、标普中盘指数、标普小盘指数、MSCI 新兴市场指数、发达市场指数和国际集合债券指数、美元债市场指数; ESG 配置系列的 ETF 在 5 只 iShares 旗下的 ETF 中进行配置, 标的指数表征着类似的市场。具体配置比例如下所示:

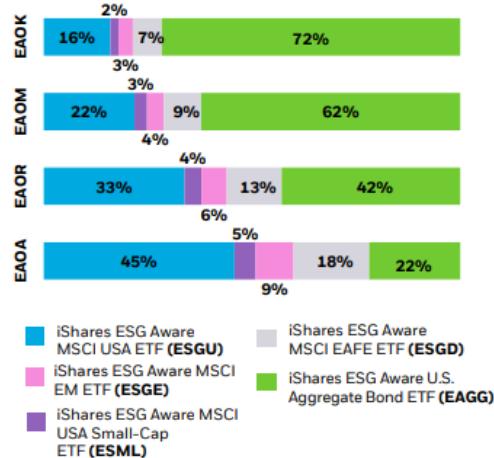
比较以上主流的目标风险策略与 ETF-FOF 策略, iShares 的模式类似于 Vanguard 公司的目标风险基金, 都是以公司内部的指数基金为投资标的, 结构简单, 在代表跨资产/地区的指数基金中进行配置。

图 19 iShares 核心配置系列持仓情况



资料来源：iShares 官网，招商证券

图 20 iShares ESG 主题系列持仓情况



资料来源：iShares 官网，招商证券

## 四、动态配置策略

### 1、策略基本情况

动态配置策略是根据不同资产的风险收益比，结合宏观环境及市场的变化，动态调整不同资产的配置权重，实现多元资产配置、分散风险的目标。与目标日期和目标风险策略相比，动态配置策略更考验管理人的市场分析和资产配置能力。目前动态配置策略使用较多的理论模型有：风险平价模型、美林时钟模型、Black-Litterman 模型等。

- 1) **风险平价模型：**重点在于对不同资产的风险进行分配以及再平衡管理的过程，该过程规避了权益类品种风险敞口过于集中的问题，由于不同资产之间的相关系数较低，模型具有一定穿越周期的能力。1996 年，由著名对冲基金公司一桥水基金推出的全天候基金首次运用了风险平价模型，该基金的投资目标主要有两个：i) 投资策略需适应各种市场环境；ii) 控制风险。
- 2) **美林时钟模型：**以经济周期为框架指导的资产配置模型，它可以帮助投资者识别经济周期的重要转折点，从而及时转换资产以实现利润最大化。衰退、复苏、过热和滞胀四个阶段的每一个阶段都对应着表现占优的某一特定资产类别：债券、股票、大宗商品和现金，帮助投资者在不同的市场周期动态调整各类资产配置比例以达到投资目标。
- 3) **Black-Litterman 模型：**由马科维茨均值-方差模型发展而来，通过引入贝叶斯方法，将市场均衡收益和投资者主观期望收益进行加权，得到资产的预期收益，形成结合历史数据和市场观点的后验分布，实现对均值-方差模型的优化，该模型能够结合定量与定性的分析使得资产配置更加稳健。

美国 FOF 市场中，动态配置策略的 FOF 市占率仅 5% 左右，其中规模较大的有 MFS 公司旗下的 MFS International Diversification Fund 和 PIMCO 公司旗下的 PIMCO All Asset Fund，规模分别为 317.72 亿美元和 145.62 亿美元，远超其他动态配置策略 FOF。

两只基金均以公司内部的产品为投资标的，采用全球战术资产配置，对投资组合进行动态优化。区别在于前者是一只在全球范围内进行权益资产配置的高风险基金，持仓基金仅 6 只；而后者更注重大类资产间的配置，如股债、商品、房地产等资产，持仓基金数量可达 30 只，更加分散。

表 7: 规模较大的两只动态配置策略 FOF

基金名称	成立日期	基金规模 (亿美元)	费率	投资范围
MFS International Diversification Fund	2004/9/30	317.72	0.83%	6 只 MFS 国际权益基金的多元化组合
PIMCO All Asset Fund	2002/7/31	145.62	0.885%	全球股票、债券、大宗商品、房地产等基金

资料来源: MFS 官网, PIMCO 官网, 招商证券 (数据截至 2022/8/31)

## 2、案例分析: 以规模较大的 MFS 公司为例

MFS 投资管理公司成立于 1924 年, 是世界上最古老的资管公司之一。MFS International Diversification Fund 成立于 2004 年 9 月 30 日, 投资标的为 MFS 公司旗下的 6 只国际股票基金, 涵盖了全球市场上跨地区、行业、风格、市值的上市公司, 通过动态配置策略实现全球化的投资, 最新规模为 317.72 亿美元。

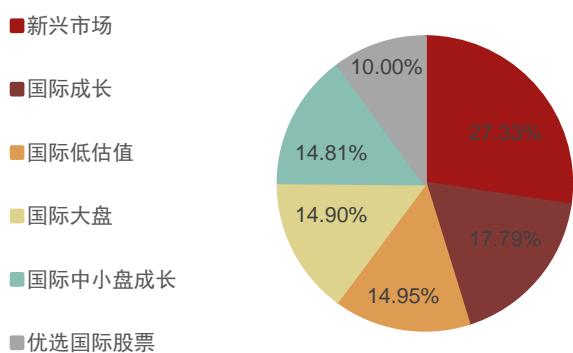
表 8: MFS International Diversification Fund 底层基金基本情况

底层基金名称	成立日期	管理规模 (亿美元)	投资范围
MFS Emerging Markets Equity Fund	1995/10/24	62.99	新兴市场优质公司
MFS International Growth Fund	1995/10/24	117.31	成长风格国际公司
MFS International Intrinsic Value Fund	1995/10/24	217.71	低估值国际公司
MFS International Large Cap Value Fund	2020/6/30	52.42	大盘、优质国际公司
MFS International New Discovery Fund	1997/10/9	61.69	具有成长性的中小市值国际公司
MFS Research International Fund	1997/1/2	140.41	由 MFS 股票分析师团队优选出的国际公司

资料来源: MFS 官网, 招商证券 (数据截至 2022/8/31)

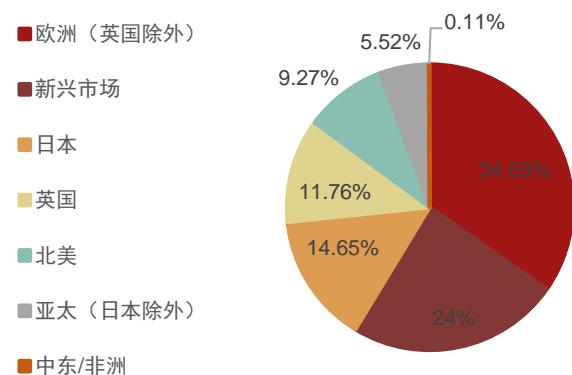
从基金 2022/8/31 披露的持仓信息来看, MFS International Diversification Fund 在 7 只底层基金中的配置较为均衡, 对新兴市场基金的配置比例相对较高; 穿透到底层资产的区域配置来看, 基金对欧洲、新兴市场的股票资产配置较多, 其余区域也进行了分散配置。

图 21 底层基金配置 (2022/8/31)



资料来源: MFS 官网, 招商证券

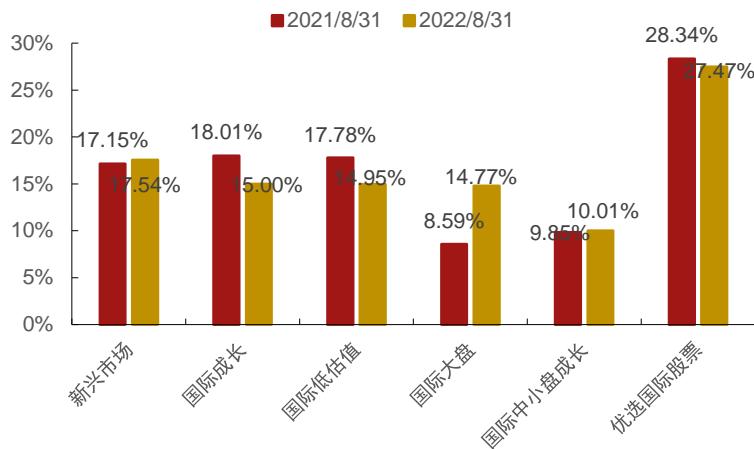
图 22 底层区域配置 (2022/8/31)



资料来源: MFS 官网, 招商证券

对比 2022 年 8 月和 2021 年 8 月的基金配置情况, 该基金于今年大幅增配了国际大盘基金, 配置比例由 8.59% 提升至 14.77%, 而小幅降低了对国际成长型基金和国际低估值型基金的配置, 体现了基金动态配置的操作。

图 23 底层基金配置变化



资料来源：MFS 官网，招商证券

## 五、其他策略

### 1、行业轮动策略

行业轮动策略也是 FOF 投资策略之一，标的资产为行业类基金，在不同时点配置不同权重的行业基金可以捕捉到具有获利机会的行业资产，来获取超越基准指数的回报。

美国行业轮动策略 FOF 主要投资于 ETF，以目前规模最大的 First Trust 旗下的 First Trust Dorsey Wright Dynamic Focus 5 ETF-FOF 组合为例，该产品成立于 2016 年 3 月 17 日，管理费为 0.89%，截至 2022/8/31 的管理规模约为 2.38 亿美元。

该产品的业绩比较基准为 Dorsey Wright Dynamic Focus 5 Index，这只指数主要由 5 只 First Trust 行业 ETF 和 1 只超短债 ETF 组成，是一个基于动量的行业轮动策略，每月进行两次调整，对上述 6 只 ETF 进行比较打分，再调整权重，以达到指数增强的目的。

从具体持仓来看，该产品的投资标的为 First Trust 旗下的 3 只 ETF 和 3 只 Alphadex 系列指数增强 ETF，分布代表食品饮料、能源、工业、石油天然气、材料 5 个行业和一只超短债 ETF；可以看出在 2022/6/30 的持仓中，超短债 ETF 的占比近 60%，但是在 2022/8/31 的持仓中，超短债 ETF 的占比降至 40% 左右，其余行业主题的 ETF 占比均有提高，行业轮动特征明显。

表 9：First Trust Dorsey Wright Dynamic Focus 5 ETF 全部持仓基金

产品名称	主题	权重 (2022/6/30)	权重 (2022/8/31)
First Trust Enhanced Short Maturity ETF	超短债	57.96%	41.97%
First Trust Nasdaq Food & Beverage ETF	食品饮料	8.84%	11.93%
First Trust Energy AlphaDEX® Fund	能源	8.83%	13.00%
First Trust Industrials/Producer Durables AlphaDEX® Fund	工业	8.51%	11.43%
First Trust Nasdaq Oil & Gas ETF	石油天然气	8.30%	11.93%
First Trust Materials AlphaDEX® Fund	材料	7.47%	10.21%

资料来源：First Trust 官网，招商证券

## 2、目标回撤策略

为了提供多样化、透明化、低成本的 FOF 产品，Cabana 公司于 2020 年发行了目标回撤系列的 ETF-FOF，吸引了较多资金，成为 ETF-FOF 管理规模较大的资管机构之一，投资标的为外部大型基金公司旗下 ETF。

传统的投资策略根据股票敞口设定风险，不考虑市场状态的变化可能使得投资者在市场波动期间产生焦虑。Cabana 的目标回撤产品主要投资于五大类资产：股票、债券、房地产、商品和货币，旨在限制特定目标的下行风险下获得长期收益增值，系列共分为 5 档，分别对应 5%/7%/10%/13% 和 16% 的回撤控制目标（Target Drawdown）来定义各产品的预期风险水平，以满足对应风险范围内投资者的需求。该系列采用 Cabana 独有的周期性资产再平衡算法（CARA, Cyclical Asset Reallocation Algorithm）：

1. 识别市场状况：结合基本面和技术面确定当前的经济周期阶段；
2. 优化资产配置：当得到市场状况发生变化的信号时，组合重新优化以调整资产配置；
3. 风险再平衡：根据回撤控制目标，对组合进行风险再平衡。

表 10：Cabana 旗下目标回撤系列产品

产品名称	成立日期	管理规模（亿美元）	费率
Cabana Target Drawdown 5 ETF	2020/9/16	0.25	0.69%
Cabana Target Drawdown 7 ETF	2020/9/16	1.94	0.69%
Cabana Target Drawdown 10 ETF	2020/9/16	5.89	0.69%
Cabana Target Drawdown 13 ETF	2020/9/16	2.04	0.69%
Cabana Target Drawdown 16 ETF	2020/9/16	1.82	0.69%

资料来源：Cabana 官网，招商证券（数据截至 2022/8/31）

以规模最大的代表产品 Cabana Target Drawdown 10 ETF 为例观察其持仓组合和表现，根据 2021 年年报，该产品投资于股票资产的比例约 39.7%、债券资产的比例约 49.7%，商品类资产的比例约 10.1%，标的 ETF 均为外部的大型基金管理人旗下 ETF。

表 11：Cabana Target Drawdown 10 ETF 2021 年年报全部持仓基金

产品名称	类型	权重
Goldman Sachs Physical Gold ETF	商品	10.07%
Invesco Nasdaq 100 ETF	股票	9.97%
Vanguard Consumer Staples ETF	股票	10.00%
Vanguard Health Care ETF	股票	9.94%
Vanguard Utilities ETF	股票	9.86%
Vanguard Intermediate-Term Bond ETF	债券	9.99%
Vanguard Intermediate-Term Treasury ETF	债券	10.01%
Vanguard Long-Term Bond ETF	债券	9.84%
Vanguard Long-Term Treasury ETF	债券	9.87%
Vanguard Total Bond Market ETF	债券	9.99%

资料来源：Cabana 官网，招商证券

## 六、总结

自 21 世纪以来，美国公募 FOF 基金规模稳步上升，主要得益于美国养老金体系的发展与政策推动。目前，美国养老金体系第二支柱中以 401-K 为主的 DC 计划和作为第三支柱的 IRAs 计划均以共同基金作为重要资产配置方向，而 2006 年美国颁布了《养老金保护法案》，其中默认投资选择机制（QDIA）则鼓励 DC 计划将资金投资于目标日期或生命周期等基金，因此能够契合养老目标的目标日期和目标风险 FOF 快速发展，从而推动了公募 FOF 的发展。

截至 2021 年末，美国公募 FOF 的合计规模为 3.24 万亿美元，占美国共同基金规模的 12.02%，存续数量为 1406 只，数量占比为 18.79%，其中混合型 FOF 始终占主导地位。从管理人结构来看，头部 FOF 基金管理人的市场集中度非常高，前十大管理人的合计规模占比为 87.49%，其中规模靠前的 Vanguard 和 Fidelity 公司合计市场份额超一半。

从投资策略来看，美国常见的 FOF 策略有目标日期、目标风险、动态配置策略等，主要集中在目标日期和目标风险策略，合计规模占比约 7 成。总结而言：

- **目标日期策略。**该策略随目标时间临近而逐渐降低权益投资比例，核心在于该权益资产比例的下滑轨道设计，通常需要考虑目标投资者的个人特点、自上而下通过优化模型计算出下滑轨道上不同时间阶段的股债配置比例，多采用“Target-Through”型曲线设计；底层资产选择方面，多数综合实力强大的头部公司产品线布局完善，因此选择内部产品作为投资标的，多数管理人还会选择管理成本低廉的指数基金进行配置；
- **目标风险策略。**该策略基金在成立之初便会设定一个风险水平，并将基金的资产配置维持在固定比例，通过严格的风险和波动控制力争实现相对应风险程度的收益目标，产品风格更加清晰，适合风险偏好明确的投资者。产品设计方面，基金公司会设置多档目标风险以满足不同投资者的需求，例如成长、稳健成长、保守和收入型，对应的目标权益资产比例分别为 80%/60%/40%/20%；底层资产选择方面，头部综合型公司偏好布局内部产品，也有公司以“内部管理人+全市场基金”的模式运作，此外还有以 ETF 为投资标的的 ETF-FOF 目标风险组合；
- **动态配置策略。**该类策略是根据不同资产的风险收益比，结合宏观环境及市场的变化，动态调整不同资产的配置权重，以实现多元资产配置、分散风险的目标。目前动态配置策略使用较多的理论模型有：风险平价模型、美林时钟模型、Black-Litterman 模型等；

除以上主流策略外，还有以行业 ETF 为标的的行业轮动策略 FOF 和限制下行风险的目标回撤策略等。

风险提示：本报告基于海外公开信息进行梳理分析，不构成投资建议。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**姚紫薇：**招商证券基金评价团队联席首席，上海财经大学硕士，厦门大学统计学学士。6年产品研究经验，2019年加入招商证券研究发展中心，在基金研究和产品设计方面有较深入的研究。

**江景梅：**同济大学数学与应用数学学士，巴黎高科国立统计与经济管理学校工程师，2020年加入招商证券研究发展中心。

## 投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。