

2014 年兩岸四地養老保險研究分報告

香港地區養老金投資運營  
政策支持與管理平臺研究報告

香港地區養老保險研究團隊  
主筆：劉嘉時女士研究團隊

2014 年 10 月

## 2014 年香港地區養老保險研究團隊 人員名單

課題成員：

劉嘉時女士研究團隊

成員：劉嘉時、陳偉森、李子恩、王靜雯、肖文慧

# 兩岸四地養老金投資運營政策支持與管理平臺

## (香港部分)

### 前言

推行全民退休保障是近年香港一熱門課題，因應社會對退休保障的訴求及意見，香港特區政府除研究如何優化現行的退休保障制度外，亦於今年的施政報告宣佈委託由香港大學周永新教授擔任總研究顧問的團隊，按照世界銀行倡議的多根支柱模式，評估不同退休保障方案，並就未來路向提出建議。然而，不論結果如何，隨著強積金制度於千禧年（2000年）12月1日實施，為就業人士提供正式的退休保障，香港養老金體制的構建已可說是邁進了重要的一步。因為從前只有約三分之一的就業人士受到退休福利制度保障，而這些保障，除為公務員及教師等而設的法定退休金及公積金計畫外，均屬自願性質而已，要為就業人士提供保障，當時的安排顯然有所不足。

本章節旨在對香港養老金投資運營的治理結構進行分析，並探討當中相關主體所擔當的角色。

## 1.香港養老金投資運營的治理結構分析

### 1.1 香港養老金的主要種類

#### 1.1.1 強制性公積金計畫（“強積金”）

香港特別行政區政府於1995年制定《強制性公積金計畫條例》，有關附屬法例亦於1998年、1999年和2000年通過。強積金制度在2000年12月開始推行，至今已有七成二香港總就業人口獲強積金計畫保障。

強積金是透過立法以私營機構管理的供款計畫，為就業人士而設的退休保障制度。《強制性公積金計畫條例》規定，除了部分豁免人士之外，凡18歲的僱員和自僱人士，都必須參加。同時，僱主亦必須為僱員登記參加強積金計畫。

所有強積金都是界定供款計畫。計畫下的累算權益款項純粹取決於有關僱員向計畫所作(或僱主就他而作)的供款，以及相關計畫下的投資收益。

因應不同的公司規模和不同行業的僱主和僱員的需要，強積金可分為三大類：

#### 1.1.1.1 集成信託計畫 (Master Trust Scheme)

集成信託計畫的特點，是集合不同僱主和僱員的供款作投資和管理，為的是增加投資效益及降低行政費用。

#### 1.1.1.2 行業計畫 (Industry Scheme)

行業計畫是為流動性較大的行業而設計的，現時只包括飲食業和建造業。參加行業計畫之後，即使員工日後轉工，只要他不轉行，而他的新舊僱主都同樣參加行業計畫的話，該員工就可以不必改變強積金計畫，為的是希望藉此省去可能因轉變計畫帶來的支出。

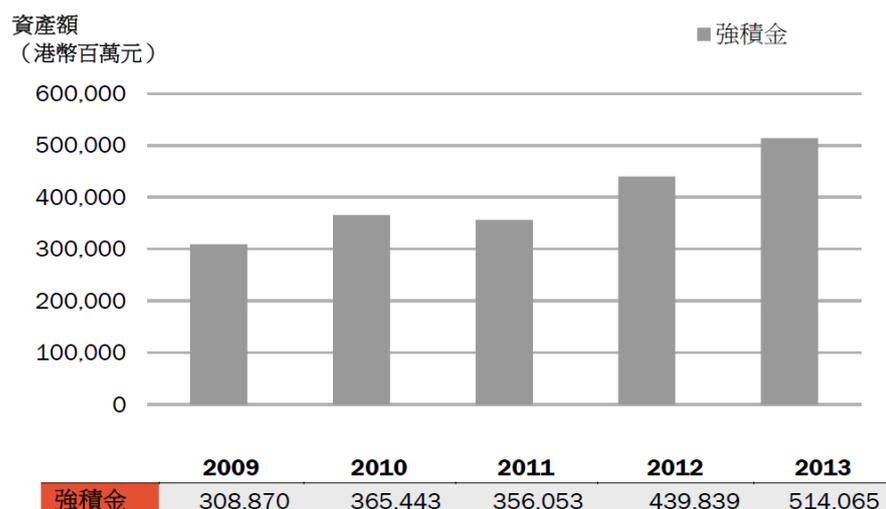
#### 1.1.1.3 僱主管辦計畫 (Employer Sponsored Scheme)

這是由單一僱主自行營辦的計畫，僱主可以享有較大的自主權，並由公司內部管理，自行決定投資策略。所有上述計畫的資產必須與僱主、受託人和其他服務提供者的資產分開處理，並交由託管人保管。

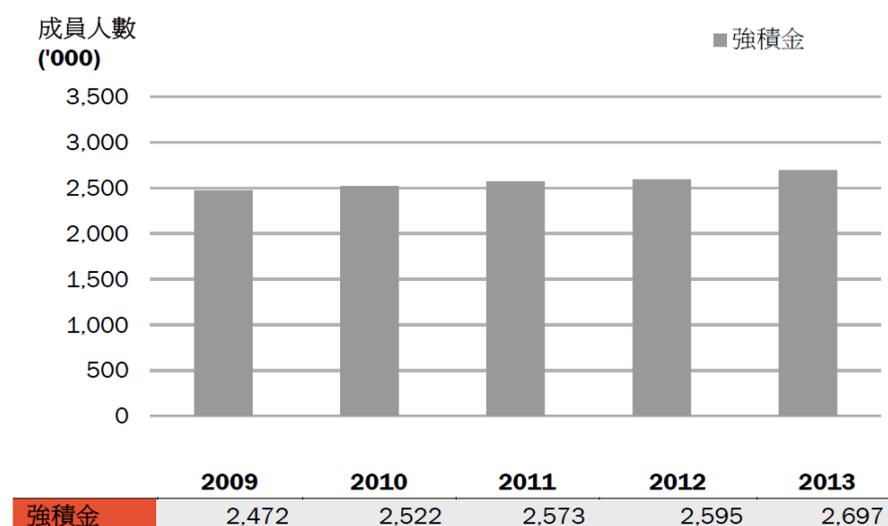
在強積金制度下，所有強積金計畫均須由積金局根據《強制性公積金計畫條例》核准的受託人處理行政事宜、管理及持有。計畫保薦人則負責設計和籌組強積金計畫，包括揀選受託人、投資經理及基金種類。故此，投資經理根據綜合信託契約以及其投資協議的條款及細則，組合不同的成分基金以供成員選擇。截至 2013 年底，香港強積金計畫共有 270 萬名成員及港幣 5,141 億總資產值<sup>1</sup>。從下圖可見，強積金成員人數和總資產值均整體持續上升。

---

<sup>1</sup>資料來源：積金局



資料來源：積金局



資料來源：積金局

### 1.1.2 獲強積金豁免的職業退休計畫

職業退休計畫本身是一種自願性成立的私營計畫，於強積金制度實施前已存在。一些僱主為保障其僱員的退休生活，自願營辦職業退休計畫。由於香港的職業退休計畫由私人公司自願營辦，它們會自行成立或委任退休計畫受託人

(Trustee) 以管理其退休計畫，當中有部份加入由公司代表（如公司主管、人力資源部同事、財務部同事）組成的退休計畫管理委員會對其退休計畫作管理。受託人主要就權益履行受信責任，並妥善保管有關紀錄及報告，以保障成員的利益。它們委託投資經理 (Investment Manager) 為其退休計畫資產進行管理及投資，

同時委託託管人（Custodian）為其保管其資產。受託人及 / 或退休計畫管理委員會亦可就監督服務提供者的表現訂立相關政策，以確保服務水準及質素。

退休計畫均會在可能範圍內採取規模經濟（economies of scales），以減少無謂損失（deadweight loss）如收費。由於大型的退休計畫資產較多，它們儘量會開設獨立帳戶（segregated account）並直接投資於證券市場，而較小型的僱主則會將其退休計畫資產投資於投資經理的彙集投資基金，以符合規模經濟和減低相關收費。

職業退休計畫共分為三種，分別為界定供款退休計畫（defined contribution pension scheme）、界定福利退休計畫（defined benefit pension scheme）和混合型退休計畫（hybrid pension scheme），並按相關信託契約及計畫的規則營運。

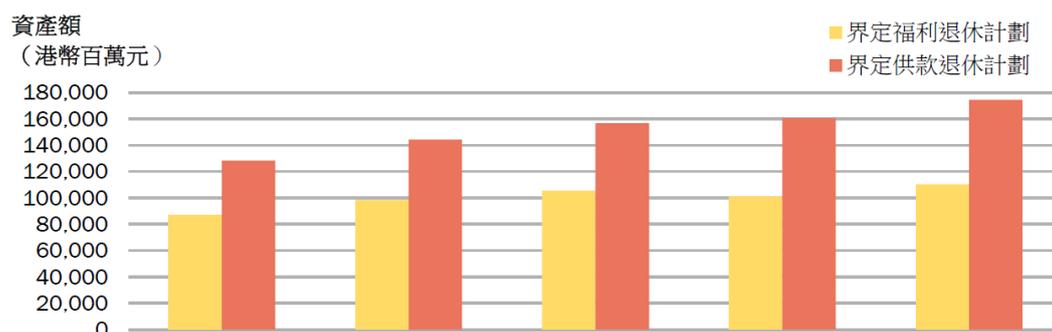
在 1992 年通過並在 1993 年 10 月運作的《職業退休計畫條例》，為該等計畫提供相關的監管及註冊制度，以確保該等私營計畫恰當管理及持有足夠的資產，從而提高計畫能對僱員所承諾支付的退休權益的保證。

《強制性公積金計畫(豁免)規例》就為上述職業退休計畫及強積金制度提供銜接安排，訂明滿足下列條件的職業退休計畫，可獲強積金法例豁免：在 1995 年 10 月 15 日或之前設立；受一項信託所管限；及在 1996 年 1 月 15 日或之前根據《職業退休計畫條例》已申請註冊或豁免。

不少大型機構仍有透過公積金為其僱員提供退休福利。截至 2013 年底，香港職業退休計畫共有 39.6 萬名成員及港幣 2,849 億總資產值<sup>2</sup>。從下圖可見，雖然有不少職業退休計畫已經不再允許新成員加入，部份歸因於未能獲取強積金相關條例下的豁免，以至成員人數逐漸減少，但總資產值仍穩步向上（注：混合型退休計畫數據已包含在界定福利退休計畫內）。

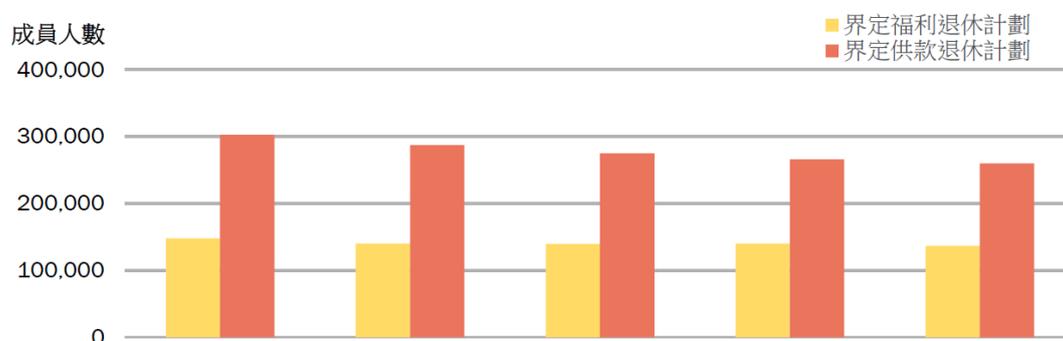
---

<sup>2</sup> 資料來源：積金局



註冊職業退休計劃	2009	2010	2011	2012	2013
界定福利退休計劃	86,626	98,558	105,631	100,933	110,333
界定供款退休計劃	128,279	144,326	156,818	160,619	174,562
總數	<b>214,905</b>	<b>242,884</b>	<b>262,449</b>	<b>261,552</b>	<b>284,895</b>

資料來源：積金局



註冊職業退休計劃	2009	2010	2011	2012	2013
界定福利退休計劃	147,708	140,032	139,458	139,735	136,400
界定供款退休計劃	302,107	286,890	274,787	265,397	259,829
總數	<b>449,815</b>	<b>426,922</b>	<b>414,245</b>	<b>405,132</b>	<b>396,229</b>

資料來源：積金局

### 1.1.3 公務員退休保障

截至 2013 年 12 月，按公務員聘用條件受僱的人員約有 162,000 人 (資料來源：政府統計署)。政府作為社會上其中一個最大的僱主，當然亦有為公務員提供退休保障。隨著公務員體制的改革，香港為其設有不同的退休福利制度，公務員退休金則是法定而無須供款的退休金計畫，是政府按可享退休金條款受聘的公務員提供的退休福利。有關公務員退休時，將會享有退休金法例規定或其受聘條款所指定的退休福利。公務員可選擇把一定比例的退休金折算為一筆過的退休酬金，餘額則按月發放給該僱員，直至他逝世為止。在 1995 年，政府亦設立「公務員退休金儲備基金」，旨在萬一政府未能自政府一般收入支付公務員退休金時，用以支付有關款項，而該儲備基金一直投資於由香港金融管理局所管理的外

滙基金。

於 2000 年 6 月 1 日或以後按新試用/合約條款受聘的人員，將被安排參加強積金，除非當有關人員按新長期聘用條款受聘時，他們才可加入公務員公積金計畫。

公務員公積金計畫雖也是透過政府在不同時期揀選的三個強積金集成信託計畫所組成，但有其獨有的設計要點，例如：為紀律部隊人員提供特別紀律部隊供款，及對公積金計畫的整體財政承擔，會保持在不超逾薪酬開支 18% 的水準。

#### 1.1.4 其他法定公積金計畫

補助/津貼學校公積金是一例子，分別早於 1961 年及 1945 年成立。它們是根據《補助/津貼學校公積金規則》設立的一項公積金計畫，旨在為補助/津貼學校教員提供包括退休在內的保障，並提供每年最少 5% 的股息回報。

受僱於補助/津貼學校並獲批准的每名教員(臨時教員、非合格教員和在 55 歲或之後首次受聘於補助/津貼學校的教員除外)，須向補助/津貼學校公積金供款，兼職教員或本身為修道會成員的教員可選擇向基金供款。簡單而言，供款比率為供款人薪金的 5%。同時，政府亦會為供款人作出相等於供款人底薪的若干百分率的供款。

相關法律限制下，該等公積金任何供款，均不得因任何債項或索償而可予轉讓或扣押、暫押或查押。類似條文亦有載列於《職業退休計畫條例》和《強制性公積金計畫條例》。

投資方面，相關公積金成立的管理委員會會根據財政司司長所批准的投資架構，指示公積金應如何投資。公積金投資活動的日常管理，由庫務署署長委任的司庫及管理委員會委任的外間投資經理負責。投資的目的，是要使公積金的投資和存款取得最大的經常收益及資本回報，而風險最小，並且保持公積金的資產有妥善的分佈。關於投資的決定，須經過仔細評估及衡量投資的穩健程度及回報、資本增值的可能性和涉及的風險後才作出，因此，公積金只會投資在質素及信貸評級最高的證券(債券及股票)。截至 2014 年 2 月 28 日，津貼學校公積金和補助

學校公積金的淨資產值分別約為港幣 670 億及港幣 29 億。

## 1.2 退休計畫覆蓋率

強積金制度在 2000 年 12 月開始推行，至今已有七成二香港總就業人口獲強積金計畫保障。計及其他退休保障計畫，截至 2014 年 3 月，香港就業人口的退休計畫覆蓋率為 85%，詳情如下：



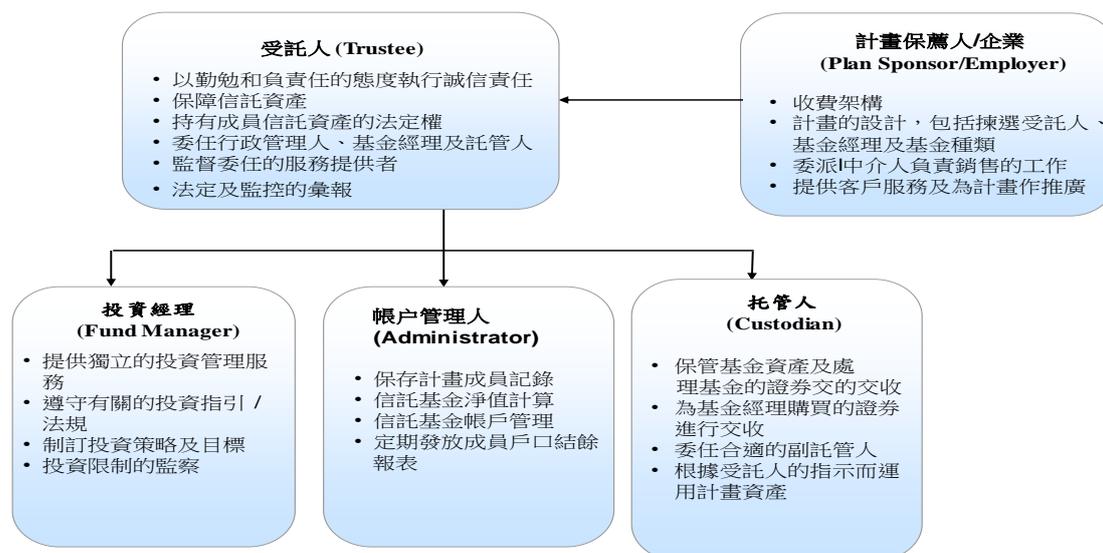
資料來源：積金局

## 1.3 養老金結構及相關主體職能

從上文可知，除法定的退休金外，香港現行的養老金制度以信託為基礎。這與在信託方式下資產得到較安全的保障不無關係。例如：若受託人破產，其債權人不能就該計畫的資產提出索償。同樣原則亦適用於受託人的所委任的服務提供者。

計畫保薦人/企業通過委任受託人成立有關計畫，受託人再以信託方式持有資產及負責養老金的主體運作，包括委任計畫服務提供者，即投資經理、帳戶管理人、託管人，當中各有如下圖的職能：

## 強積金(MPF)/職業退休計劃(ORSO)計畫架構



值得注意的是受託人是有關計畫的軸心，除了受制於普通法下的受託責任外，在強積金條例亦強調受託人必須就計畫的管理而執行以下職責。

以合理地預期對熟悉註冊計畫的運作的審慎人士以相類身分行事時會達致的程度謹慎、有技巧地、努力和審慎行事的職責；

運用受託人因其業務或職業的緣故而合理地預期他會具備的一切有關知識與技巧的職責；

確保計畫的資金投資於不同投資專案，以儘量減低該等資金的損失風險的職責，

但如在特殊情況下，不如此行事屬審慎之舉，則不在此限；

為計畫成員的利益而非為受託人本身的利益行事的職責；

按照計畫的管限規則行事的職責；

對為計畫而委任或聘用的服務提供者作出監督及加以恰當控制的職責。

### 1.3.1 相關主體的獨立性

在符合若干條件下，強積金受託人可兼任託管人或無需為強積金計畫委任投資經理投資。然而，強積金法例對受託人、投資經理、託管人三者之間的獨立性有明確的要求。投資經理必須獨立於強積金計畫/核准彙集投資基金的受託人及託管人，以及獨立於託管人的任何獲轉授人。對於屬同一集團內的受託人、託

管人及投資經理，該集團必須是強積金法例下訂明的具規模財務機構或其控權公司。「具規模財務機構」指符合下列規定機構：

金融管理專員認可的財務機構、獲保險業監督授權的保險人、註冊信託公司、積金局核准的海外銀行、海外保險人或海外信託公司；  
繳足款股本不少於港幣 1 億 5 千萬或以外幣計算的相同款額及等額的淨資產。

同時，有關受託人(或託管人)和投資經理兩者任何一方並非另一方的附屬公司及沒有人身兼兩者的董事。有關受託人(或託管人)和投資經理更均須以契據或積金局所接受的具有同等效力的檔，向積金局作出承諾，承諾在處理與該計畫有關的事情上會獨立於對方而行事。

強積金作為其中一種集體投資計畫，在產品運作上其實同樣受「證券及期貨事務委員會」所監管，因而亦有上述同等的獨立性要求。

## 1.4 強積金投資運營的關鍵合同

### 1.4.1 信託契據

強積金是一根據「信託契據」設立的信託。受託人的所有責任、權力和權利均訂明於信託契據 (包括投資經理、託管人的責任，辭退及更換)。受託人如在處理信託財產時違反信託契據所訂明的條文，可視為違反信託的規定。受託人須向受益人承擔因違反信託規定而令信託財產蒙受的一切損失。

另外契據內亦列載信託計畫的管限規則，內容一般會涵蓋供款，權益轉移和提取的安排/條款、投資及借貸的政策基金估值及訂價方法，基金單位買賣的計算及交收，基金收費及准許開支專案，報告及帳目的發放，在何情況下會暫停基金估值及訂價等。

### 1.4.2 投資管控合約

投資經營涉及由投資經理根據基金在投資方面的目標，作出投資決定。投資經理負責在受託人具體規定的投資範疇內為其所管理基金取得在可能的情況下最理想的回報。受託人會與投資經理以書面訂立投資管控合約，受香港法律所管限，合約內容亦須符合強積金法條規定(見載於本文附錄一)。

### 1.4.3 保管協議

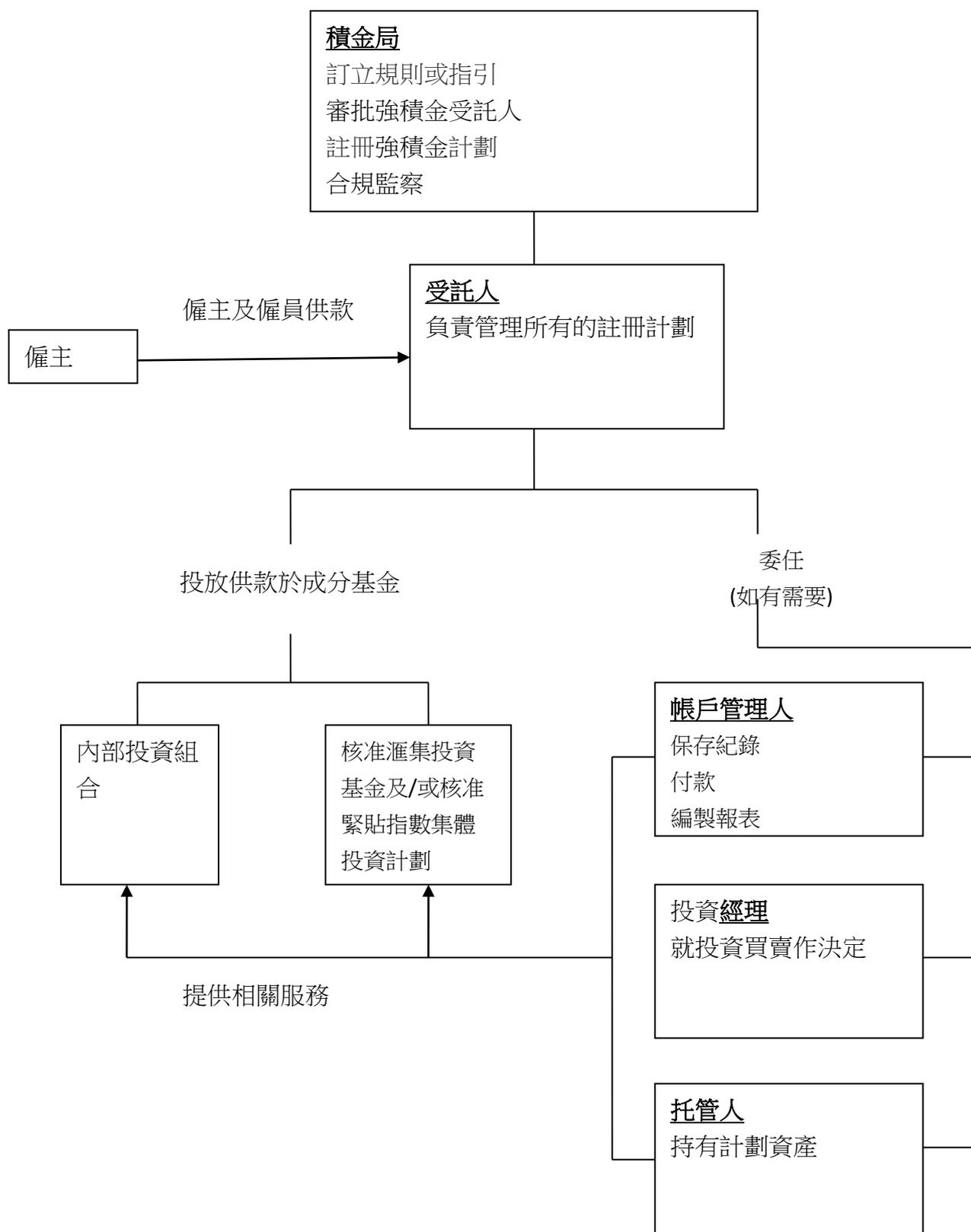
上文提述，受託人如符合訂明準則，亦可同時擔任資產託管人，託管人作為實質上持有資產故同樣受制於嚴格規定，而身份多數是認可銀行或注明信託公司。

託管人在香港駐設必須有足夠規模，及有一名駐香港行政人員。託管人須符合訂明資本要求外，還須符合信貸評級規定，即下述其中一項最低評級。

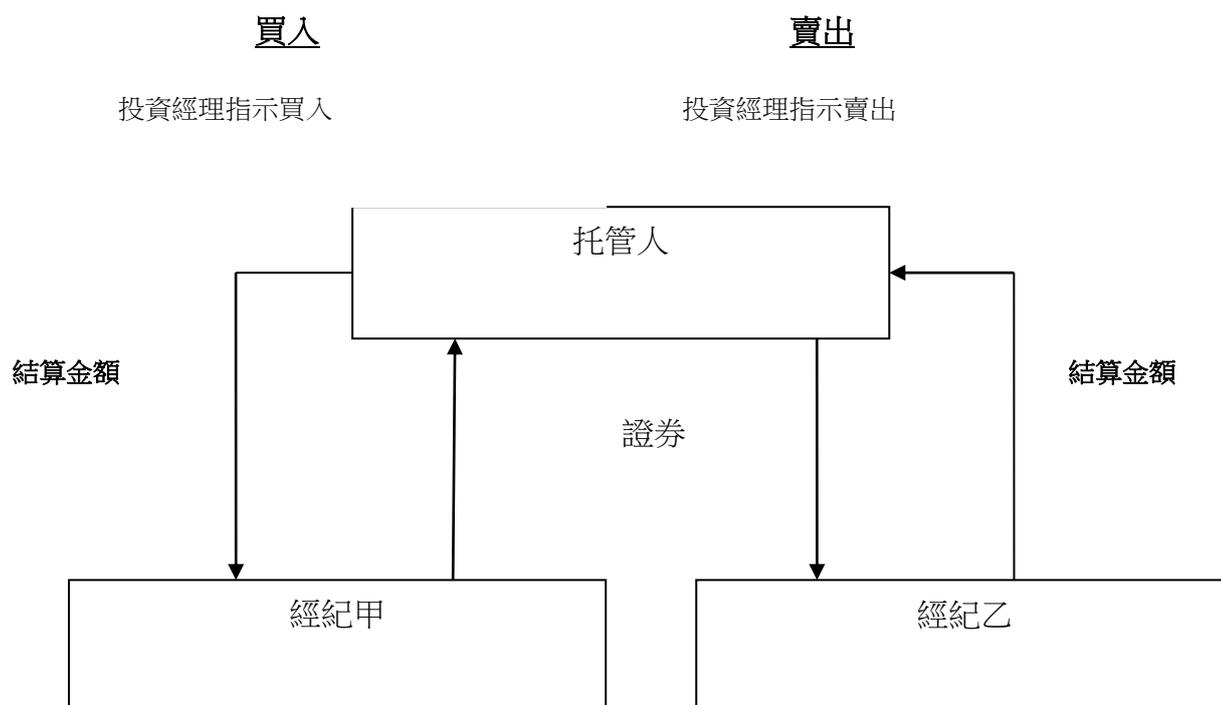
<u>核准信貸評級機構</u>	<u>對短期債務的最低信貸評級</u>
惠譽國際評級有限公司(Fitch)	F1
評級投資訊息中心(R&I)	a-1
穆迪投資者服務公司(Moody's)	優質-1
標準普爾公司(S&P)	A-1

強積金條例對受託人與託管人訂立的保管協議內容亦有明確規定(見載於本文附錄二)。

下列圖表解說強積金投資治理結構：



## 投資結構 (簡化版)



注意：投資經理不會直接持有或處理交易款項及相關證券

### 1.5 強積金仲介人的規管模式

在機構為本的規管模式下，積金局為處理強積金仲介人註冊的機構，並向註冊強積金仲介人發出如何符合適當法定要求的指引，同時負責向違規者進行紀律制裁。「金融管理局」、「保險業監督」以及「證券及期貨事務監察委員會」，則擔任前線監督的法定角色，各自負責監察及規管以銀行業、保險業及證券業作為核心業務的強積金仲介人。

強積金仲介人從事強積金銷售及推廣活動，以及為有關註冊計畫提供意見時，均須遵守積金局刊發的《註冊仲介人操守要求指引》。當中，如仲介人向客戶推銷某種強積金基金或就選擇某基金向客戶提供意見前，須為客戶進行「適合性評估」，並根據客戶的風險狀況推介基金。「適合性評估」須要瞭解客戶的個人情況，包括強積金組合在內的投資組合、年齡、預計退休年齡、財政狀況、投資

目標、投資知識、投資經驗、風險承受能力，以及願意承受風險的程度。

由於強積金的投資營運會涉及香港其他金融管理及政策機構的職權範圍，積金局於 2013 年 5 月與香港保險業監督、金融管理專員以及證監會簽訂了《根據〈強制性公積金計畫條例〉規管註冊計畫的受規管者協議備忘錄》。該備忘錄訂明四個規管機構在根據《強制性公積金計畫條例》監理受規管者方面就行使各自的職能而協定的行政及運作安排，並儘量確保各自之規管準則一致及提供公平競爭環境。

## 1.6 積金局對強積金基金管治及投資合規監察

實地巡查/查訪受託人及投資經理以評核他們的投資合規措施及基金管治安排。實地巡查獲授權發行保險單形式核准彙集投資基金(類別 G，泛指保證基金)的保險人，以瞭解他們預留儲備的程式，以及評核他們是否符合投資保證儲備標準。

要求受託人定期提交強積金基金的投資組合，以查核當中是否有非准許投資專案。

舉行資訊分享會/研討會，向受託人及投資經理講解其對收集強積金基金投資組合的查核結果，澄清強積金投資規例的釋義，講解強積金法例的最新發展，加深他們對有關規定的瞭解。

對受託人的運作進行專項審查，以審查各項計畫行政職能的運作管控措施。

有關監察策略依據風險為本的監管方式，並參考國際機構建議的適用標準及原則。

設立一個基金表現監察機制，藉此分析及評估個別強積金基金表現，須予改進的管治事宜。

## 1.7 強積金法例下的成員保障

### 1.7.1 專業彌償保險

《強制性公積金計畫條例》規定強積金受託人必須購買足夠的保險，以就受託人或其服務提供者在計畫管理方面所引致的訂明風險提供彌償。

## 1.7.2 補償基金

除前述有關購買保險的規定外，《強制性公積金計畫條例》還規定積金局必須成立補償基金，目的是在強積金受託人以及其他與強積金計畫的管理有關的人士因失當或違法行為，而引致強積金計畫成員的累算權益受損時，向計畫成員作出補償。賠償金額並無上限。

自強積金制度實施以來，積金局一直向受託人收取征費，征費率為每年強積金計畫資產淨值的 0.03%。而征費則從計畫成員的權益中扣除。補償基金已累積超過港幣 16 億元的資產，並從未有人提出申索。於 2012 年積金局檢討了補償基金的合適儲備水準，並設立暫停和恢復征費的機制。

當然，市場價格波動或計畫成員的個人投資選擇而引致的投資虧損不會在保障範圍內。

## 1.8 強積金及職業退休計畫統計數字 (截至 2014 年 3 月底)

### 強積金

核准受託人 (Approved Trustees)	<u>19</u>
強積金計畫 (MPF Schemes)	<u>41</u>
<b>(按計畫種類劃分)</b>	
- 集成信託計畫 (Master Trust Schemes)	38
- 行業計畫 (Industry Schemes)	2
- 僱主營辦計畫 (Employer Sponsored Schemes)	1
成分基金 (Constituent Funds)	<u>477</u>
<b>(按基金種類劃分)</b>	
- 混合資產基金 (Mixed Asset Funds)	181
- 股票基金 (Equity Funds)	171
- 債券基金 (Bond Funds)	48
- 強積金保守基金 (MPF Conservative Funds)	41
- 保證基金 (Guaranteed Funds)	28
- 貨幣市場基金及其他基金 (Money Market Funds and others)	8
<b>核准彙集投資基金</b> (Approved Pooled Investment Fund)	<b><u>303</u></b>

## 職業退休計畫

	界定 供款計畫 Defined Contribution Schemes	界定 利益計畫 Defined Benefit Schemes	總數 Total
獲強積金豁免 MPF Exempted	3,503 (91%)	333 (9%)	3,836 (100%)
沒有強積金豁免 Non-MPF Exempted	972 (81%)	234 (19%)	1,206 (100%)
總數 Total	4,475 (89%)	567 (11%)	5,042 (100%)

注：混合型退休計畫數字計算在界定福利退休計畫內。

資料來源：積金局

## 2. 香港養老金投資運營政策梳理

於 2013 年底，全香港總就業人口的 84% 獲強積金計畫、職業退休計畫、法定退休金或公積金（例如為公務員或公立學校教師而設的計畫）等養老金保障。其中強積金計畫及職業退休計畫的投資運營主要由商業機構承辦。本章節主要闡述這兩個計畫的投資運營政策。

### 2.1 強積金的投資運營政策

#### 2.1.1 有關法例

根據香港《強制性公積金計畫條例》（簡稱《條例》）及相關的指引和守則，強制性公積金計畫管理局（簡稱「積金局」）負責全面規管強積金計畫。積金局同時透過發出通告、標準及最佳實務守則，為營辦商提供方向性的指引。

強積金的投資運營政策主要由《強積金投資基金守則》（簡稱《守則》）規範。《守則》是在《條例》訂明下，由積金局所發出之指引。

有別於一般投資市場上的基金，強積金基金要遵守《守則》內定明的額外投資限制，例如嚴格限制使用衍生工具和進行現金和證券借貸，不可以杠杆式買賣作高風險投資，所投資的債券需要達至法例要求的信貸評級，基金所持有的資產必須最少有 30% 為港元貨幣資產，以及只可將指定百分比的現金存放於單一銀行，以防存款過度集中。另《守則》內附錄 13 篇投資指引，對各方面的強積金投資運作提供詳盡監管資訊。

## 2.1.2 強積金投資基金類別



強積金投資基金可分為兩大類別：「成分基金」(Constituent Funds) 及「核准彙集投資基金」(APIF, Approved Pooled Investment Funds)。成分基金由證券及期貨事務監察委員會（簡稱「證監會」）註冊的投資管理人負責管理。並可以直接投資於存款、股票、債券、認股權證、將上市證券等准許投資專案 (invest directly in permissible investments)、符合條件的指數基金 (Approved Index-tracking Collective Investment Schemes, ITCIS) 及核准彙集投資基金 (APIF)。核准彙集投資 (APIF) 基金由強積金投資管理人發起及設立，須由證監會及積金局核准。《條例》第 6(1) 訂明，任何投資基金如屬保險單、認可單位信託或認可互惠基金，並且符合《條例》附表 1 第 17(2)條所列出的規定；及獲積金局核准，該基金即屬核准彙集投資基金。

成分基金亦可分為聯接基金 (Feeder Fund) 或投資組合管理基金 (Portfolio Management Fund)。如成分基金的資產投資於單一核准彙集基金，該成分基金即屬聯接基金。如成分基金的資產投資於一個以上核准彙集基金，該成分基金即屬投資組合管理基金。

《守則》就以聯接基金構成的成分基金發出特定規定，包括：(1) 如果基礎核准彙集基金採用外幣作為結算貨幣，則應採用劃一匯率計算買入及賣出的差價；(2) 聯接基金的投資政策陳述書必須注明基金的資金將全數投資於一個核准彙

集基金；及 (3) 聯接基金不可訂立財務期貨及期權合約。另外，《守則》亦就投資組合管理基金發出特別規定，包括：(1) 投資組合管理基金投資於其任何一個基礎核准彙集基金的資金，不得超過資金總值的 90%；(2) 投資組合管理基金的投資政策陳述書必須注明基金將投資於數個核准彙集基金及注明揀選該等基金的準則；及 (3) 投資組合管理基金只可為對沖用途而訂立財務期貨及期權合約。

大部分強積金計畫會包括股票基金、債券基金、混合資產基金、均衡基金、保證基金及保本基金。根據法例要求，每個強積金計畫至少要有一個「保本基金」(Capital Preservation Fund)。但由於「保本」二字備受公眾批評並可能誤導部份計畫成員，受託人已應積金局要求將其改名為「強積金保守基金」(MPF Conservative Fund)。這類基金投資於短期優質港元債券及短期港元銀行存款。《守則》內附錄 III.6《保本基金指引》訂明保本基金只可以在其回報高於積金局每月公佈的「訂明儲蓄利率」，才可收取有關的行政費用。

### 2.1.3 對受託人及投資經理之監察

強積金計畫的受託人和投資經理作為退休計畫的管理者和投資代理人，他們均受法例訂明的權責所約束，包括：(1) 強積金計畫的資產須由已向證監會註冊的投資經理進行投資，(2) 強積金計畫的主要投資經理必須：(i) 是在香港成立為法團的投資管理公司；(ii) 至少具\$1,000 萬港元的繳足款股本；以及 (iii) 至少具相同款額的淨資產，(3) 投資經理必須獲得證監會的適當註冊資格，才可管理認可的單位信託基金或彙集退休基金；如基金投資於金融衍生工具，投資經理更須具備有關的專業知識，以及 (4) 投資經理可把投資管控的職能轉授予其他投資經理，惟該等投資經理必須獲認可監管機構授權，並聯屬於以香港為基地的投資經理。

根據《強積金投資基金披露守則》規定，強積金受託人必須向計畫成員提供的資料披露包括：強積金計畫的收費表及持續成本列表、基金概覽 (或稱基金便覽)、基金開支比率及計畫成員周年權益報表。其中基金概覽更是披露基金在上年度投資表現的重要資訊，一般涵蓋以下主要專案：(1) 推出日期，(2) 投資目標，

(3) 基金資產值, (4) 基金風險指標 (或稱基金風險標記), (5) 投資組合分佈, (6) 十大資產 --- 詳列投資組合內占基金淨資產值最高百分比的十大投資專案及相關比重, (7) 基金表現 --- 通常列出基金在一年、五年、十年及自基金推出以來的平均每年回報率, 及 (8) 基金開支比率。

#### 2.1.4 與其他監管機構之協作

為保障強積金計畫成員的利益, 就強制性公積金產品規管事宜, 積金局及證監會早於 1999 年 6 月首次簽訂諒解備忘錄, 並於 2003 年 4 月繼《證券及期貨條例》(香港法例第 571 章) 實施後予以修訂。從而, 訂明雙方在規管強積金產品及產品營辦者方面各須履行的職責; 減少雙方不必要的工作重疊; 以及促進互助及資訊交流, 以助雙方履行各自的職責。

對於以保險單形式發行的強積金投資基金及相關保險公司的監察, 積金局亦有與保監處簽署類似的諒解備忘錄。

## 2.2 職業退休計畫的投資運營政策

### 2.2.1 有關法例

職業退休計畫是在強積金制度實施前, 由僱主自願為僱員設立的退休保障計畫, 因此其管限規則由個別僱主自行厘定。自強積金制度於 2000 年實施後, 積金局亦負責根據《強制性公積金計畫(豁免)規例》(簡稱《豁免規例》)(香港法例第 485B 章), 豁免若干合資格的職業退休計畫遵守強積金規定, 以及發出指引和監管獲強積金豁免的職業退休計畫。

凡根據《職業退休計畫條例》(簡稱「職退條例」) 註冊的退休計畫, 必須遵守該條例的各項規定; 其中關於投資營運的規管包括: (1) 資產 --- 除職退條例指明的特殊情況外, 計畫的資產必須與僱主的資產或計畫的管理人的資產分開及有所區別, 此外, 註冊計畫的資產只可運用於該計畫; (2) 投資 --- (i) 不容許將計畫的資產, 貸款予該計畫的有關僱主或其有關連人士, (ii) 投資於職退條例所界定的受限制投資專案的資產, 合計不得超過有關計畫資產的 10%, (iii) 限制並非在認可證券市場或指明證券交易所上市之股本的投資; 以及 (3) 資料披露 ---

職退條例規定，註冊計畫的管理人須就計畫的所有資產、負債和財務往來備存妥善的帳目和紀錄，此外，職業退休註冊計畫的有關僱主必須向計畫成員提供若干資料，例如與計畫有關的資料，以及列載計畫成員在計畫中可享利益的周年報表等。

### 2.2.2 對受託人及投資經理之監察

如屬受信託管限的計畫，須委任最少一名獨立受託人。該名受託人不得為僱主本人、其僱員或(職退條例所界定的)有關連人士，除非該有關連人士是根據《受託人條例》(香港法例第 29 章)註冊的信託公司。除非信託契據另有規定，受託人或信託公司必須遵守受託人條例下關於信託基金投資之規管。

獲《豁免規例》豁免的職業退休註冊計畫除須遵守上述投資營運規定外，亦須執行一些額外的投資規範：(1) 計畫的委任投資經理必須為 (i) 根據香港《證券及期貨條例》(香港法例第 571 章) 第 V 部獲發牌經營資產管理業務的法團或獲註冊經營該業務的認可財務機構，或(ii)根據香港以外地方的法律獲某主管機構授權經營而合乎第(i)段提及的業務的公司，而該主管機構已獲積金局承認；(2) 遵從下列投資標準：(i) 計畫的受託人及投資經理必須確保不會使用衍生工具致令計畫的資產因此含有杠杆成分 (如計畫的資產的有效風險超逾該等資產的市值，則該等資產即屬杠杆式)；以及 (ii) 確保不違反《豁免規例》下計畫的借款限制。

## 3. 香港養老金投資運營現狀與模式

養老金是提供老有所養的基金，於香港來說包括香港特別行政區政府資助長者的社會安全網計畫，如長者高齡津貼（生果金）及醫護保障。由於這些計畫均為現收現付制，香港特別行政區政府沒有成立一個特定的投資組合以資付這類開支，故此章將不會討論此類養老金的投資運營。

退休金與養老金有細微的區別。退休金是成員/員工退休時得到以支付退休生活的基金。香港有兩種主要的退休金 - 職業退休計畫和強積金計畫，於前兩章可見，兩者的投資運營治理結構及政策梳理都不盡相同。兩種計畫的投資運營

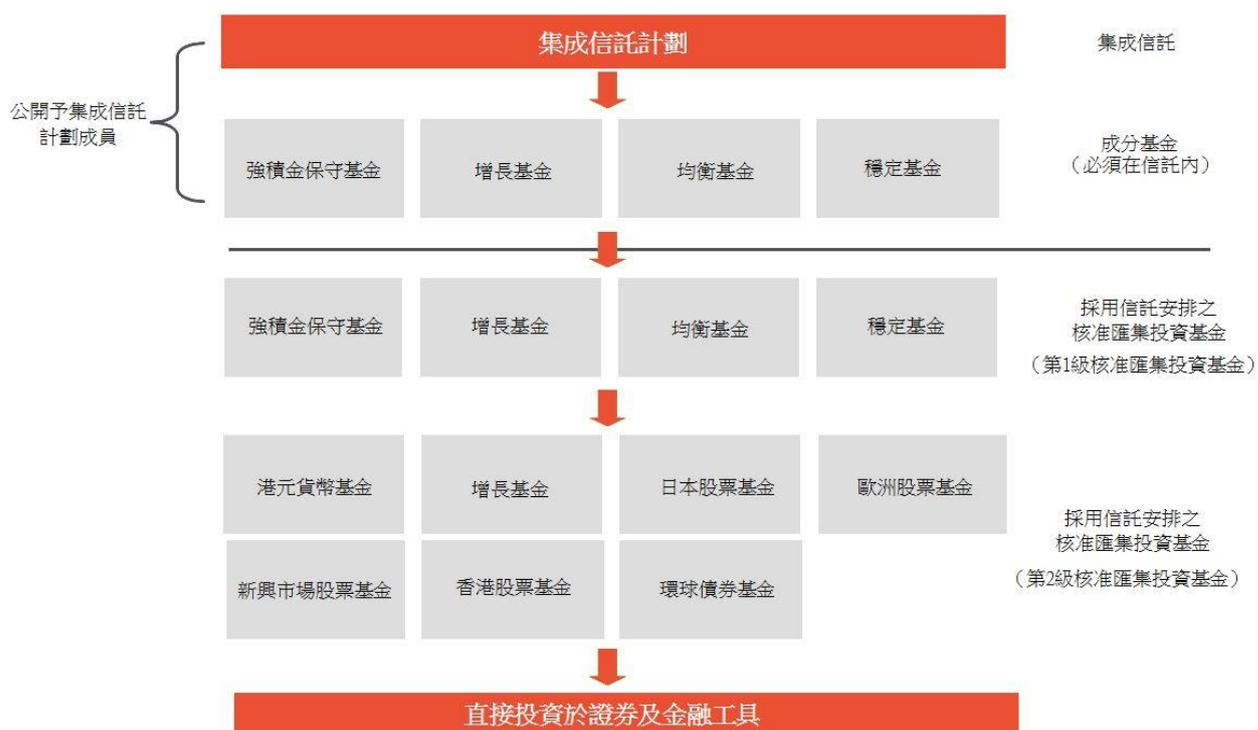
現狀與模式也是如此。本章將詳述香港兩種計畫的投資運營現狀與模式，並比較兩者間之分別。

此章共分為四部份：第一、二部份分別闡釋各積金計畫的管理辦法、運營方式、投資組合、監管工具等投資運營現狀與模式；而第三部份將比較兩者的績效表現；最後第四部份將比較各積金計畫與成員間之互動情況（如成員溝通及教育）。

## **3.1 強積金**

### **3.1.1 運營方式/投資組合/策略/另類資產分析**

如第二章所述，強積金的成分基金可以直接投資於市面上的投資產品，然而更普遍的做法是投資於由積金局核准的基金(即核准彙集投資基金和核准緊貼指數集體投資計畫基金)及其標的。核准彙集投資基金以保險單或單位信託的形式存在，由於多只成分基金可同時投資於同一核准彙集投資基金，此類基金可享規模經濟的優點，令投資成本有所下降。至於緊貼指數集體投資計畫基金則是一種被動式投資基金，以緊貼或模擬某一特定股票指數投資表現為目標，從而提供或取得與相關指數的表現脛合或對應的投資回報。下圖顯示現時部分強積金計畫的投資結構（注：基於積金局致力簡化強積金計畫的投資結構，從而避免多重基金收費，若現有新強積金計畫採納類似的二級核准彙集投資基金結構，可預期相關主體必須向積金局加以證明/陳述有關結構的需要）：



### 3.1.2 投資管理人選擇標準（定性+定量）

強積金計畫成員及其僱主可以通過定性（qualitative）和定量（quantitative）兩大方面選擇最合適的基金公司。但由於強積金的計畫是打包的，故此各方面搭配的彈性較少，僱主及 / 或成員要充分瞭解計畫內各個基金之投資過程、方式、風格、思路來源等因素亦較困難。以下為一些選擇標準最佳實踐例子作參考之用。選擇標準局限於打包性質而較少彈性，然而，強積金計畫很大程度受其嚴謹的管理辦法所管理。

公司主要業務及規模

公司和團隊穩定性

投資管理人和客戶間之利益一致性

投資人員人數及經驗

投資組合管理

可投資基金類別及數量

行政能力

服務水準

服務收費

基金過往表現（分析其持續性及特性）

### 3.1.3 監管工具

積金局肩負監管核准受託人的主要職責，並與其他金融規管機構（即香港保險業監理處、香港金融管理局和香港證券及期貨事務監察委員會）一同監督強積金產品和強積金仲介人，以確保強積金制度兼備運作效率及效益。僱主也可能會為其僱員監管其強積金服務供應商之服務，並因應其服務質素及收費水準來決定繼續聘任該強積金投資管理人與否。

### 3.1.4 境內境外投資政策/投資限制

根據個別核准的投資標的，強積金可投資於一般境內及核准境外市場之各股票、投資級債券、部份可換股債券及衍生工具（只作對沖用途）。法例亦容許強積金投資其不超過 10% 的資產於“其他證券”類別，而總港幣資產則不可少於 30%。下表列出強積金主要的投資規限：

強積金主要的投資規限

一般而言，強積金基金投資於任何單一發行人所發行的證券及其他准許投資專案的總額，不得超過成分基金資金總額的 10%。

強積金基金不得借入證券。然而，基金可在法例容許的範圍內，訂立證券借出及回購協定。

基金只可在若干有限條件下借入款項。

強積金計畫的基金可投資於核准證券交易所上市的已繳足股款的股份、符合投資級別的債務證券或若干類型的可轉換債務證券。基金亦可有限度地投資於上市認股權證。在容許的範圍內，基金亦可透過若干金融衍生工具進行對沖活動（非杠杆活動及其金額不超過有關成分基金的 10%）。

強積金計畫的基金可將資產存放於合資格的銀行，但須符合法例訂明有關分散投資專案的規定。

強積金基金所持有的資產，必須最少有 30% 為港幣資產。

僱主營辦計畫不可把超過 10% 的資產投資於參與僱主或其有聯繫者的股票或其他證券，或由他們所發行的股票或其他證券。

所有的成分基金必須以港幣為結算單位。

核准投資專案名單須受定量和定性的限制，並加入投資級、流動性、估值方面等之考慮，以合乎退休基金行業的現行最佳實踐。

強積金基金最多只能投資成分基金之 10% 於「其他證券」類別（即非核准投資專案）。

強積金基金可認購首次公開募股或債務證券，但只限於允許持有證券種類而該認購總額不超過相應成分基金的現金存款金額。

資料來源：積金局

## 3.2 職業退休計畫

### 3.2.1 運營方式/投資組合/策略/另類資產分析

因應不同受託人及 / 或退休計畫管理委員會的管理模式、治理能力及風險承受能力，各退休計畫採用各自的資產類別及投資策略以構建其投資組合。比方說，如其受託人及 / 或退休計畫管理委員會有較大的治理能力，它們可自行構建

其投資組合，同時選擇多種不同類別的資產種類或個別市場的產品，並對其進行全面監察。一些治理能力較高的退休計畫甚至可投資於另類資產類別，如對沖基金，房地產投資等。

相反，如受託人及 / 或退休計畫管理委員會沒有太多時間及投資知識以管理其退休計畫，則可以投資於提供混合類別的彙集投資基金的平臺。此類平臺普遍較易管理，也不用由僱主自己委任不同資產類別的管理人。由於這類彙集投資基金平臺的流動性較高，套現限制較為寬鬆，故此退休計畫間之資產轉移也較為方便。

除治理能力外，受託人及 / 或退休計畫管理委員會亦應因應計畫債務、資金比率、成員之年齡及風險承受能力以選擇合適的投資資產類別。由於界定福利退休計畫的風險由僱主承擔，故該類退休計畫多會因應其計畫特性，包括但不限於：成員年齡、工資、服務年期等因素，以調整其組合資產分配。至於提供界定供款退休計畫予僱員的公司可選擇直接為成員選擇最合適的投資基金，或提供有不同選項投資基金的平臺給成員選擇。但僱主在兩者的責任均只是作出供款及提供退休基金予僱員，所得投資回報及風險全由僱員承擔。

### 3.2.2 投資管理人選擇標準（定性+定量）

相對強積金，職業退休計畫可考慮的各方面彈性較大。當選擇投資管理人時，最佳實踐方法也可從定性（qualitative）和定量（quantitative）兩方面選擇適合的投資管理人。在定量方面，職業退休計畫的各委員可通過績效和風險比較以檢視投資管理人的表現，但注意過往數據並不代表將來亦會有類似的表現。相反，定性分析能根源地評估投資管理人的未來投資取向及能力。以下為一些選擇標準最佳實踐例子作參考之用：

公司主要業務及規模

公司和團隊穩定性

投資管理人和客戶間之利益一致性

投資人員人數及經驗

投資組合管理

投資過程、方式及風格

投資方法和思路來源

可投資機會的多寡

服務水準

服務收費

投資管理人間之互補性

基金過往表現（分析其持續性及特性）

### 3.2.3 監管工具

受託人及 / 或退休計畫管理委員會通過持續的績效評估並監察各管理人的治理能力、團隊變動、投資程式、服務質素、交易對手風險等因素，以便作出管理人續任決定。受託人及 / 或退休計畫管理委員會同時會定期舉行會議，並與管理人會面，以便密切留意其最近變化。

### 3.2.4 境內境外投資政策/投資限制

根據退休計畫的投資指引，退休計畫可投資於境內及境外市場，和各股票、債券、衍生工具、和另類投資市場（如：對沖基金、房地產、私募股權投資等），故可享分散投資之好處。在香港退休計畫投資指引下，香港退休計畫仍需受制於各國投資市場個別的投资條件和限制，例如只有已獲批得 QFII 投資額度的退休計畫才能投資於內地境內的資產類別。此外，一些職業退休計畫會受《受託人條例》所規限，此類退休計畫一般有更清晰的投資限制，如衍生工具只可用於對沖等，故靈活性較低。投資管理人的彙集投資基金另由証監會的單位信託及互惠基金守則所規範。

## 3.3 職業退休計畫與強積金績效表現之比較

如此章第二部分所述，受託人及 / 或退休計畫管理委員會可通過績效和風險比較從定量分析方面檢視投資管理人的創優能力。需注意過往績效數據並不能代表將來的基金表現，只可作參考。此部分將列出兩種計畫的表現比較，並加以分析。

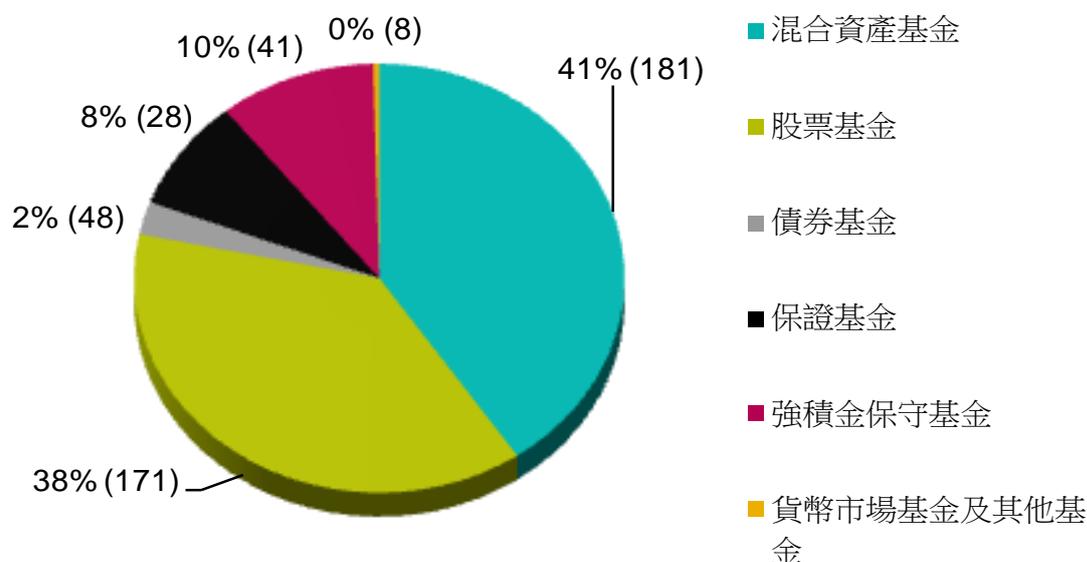
由於界定福利退休計畫及個別界定供款退休計畫會由投資管理人根據其客戶標的以作出投資決定，故不同客戶的退休計畫之資產配置分佈均大不相同以及投資被客制化，因此較難作出直接比較。另由於職業退休計畫並未被要求公開有關投資表現，因此在進行表現比較時，職業退休計畫只能主要依賴投資管理人的彙集投資基金的投資表現作有關表現比較的代理。

為此，本研究小組參考了投資顧問公司韜睿惠悅的季度 MFR 報告及 MPF 報

告（韜睿惠悅季度 MFR 報告及 MPF 報告之簡介及數據資料錄於本文附錄三），以便作出績效比較。

韜睿惠悅每季均會向各投資管理人收集其彙集投資基金及強積金基金之績效表現數據，並進行整理，以便分析。投資管理人的彙集投資基金中的界定供款退休計畫跟強積金計畫提供了不同種類的基金平臺予成員以選擇，故此兩類積金計畫的基金均有相似的資產配置分佈，可以作出較合適的比較。韜睿惠悅的季度 MFR 報告及 MPF 報告分別代表職業退休計畫與強積金績效表現，兩份報告分別列出不同基金類別的績效表現，更會標示各基金類別不同時段之中位數，以方便作出比較。

由於混合資產基金包括股票及債券投資，因此普遍受退休計畫成員歡迎，為強積金市場的最大基金類別，故此部分將比較兩種計畫之混合資產基金績效表現。



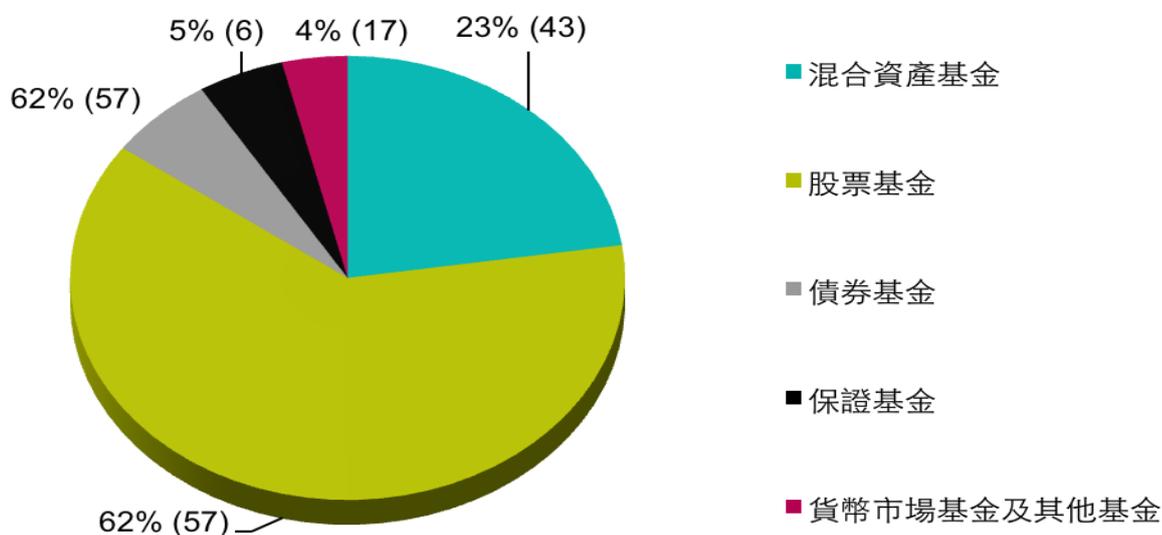
#### 強積金計畫總淨資產值百分比（括弧內為基金數目）

資料來源：積金局（截至 2014 年 3 月底）

上圖示按基金種類劃分的強積金計畫核准成分基金的總淨資產值百分比及基金數目。超過四成強積金基金資產投資於混合資產基金，為最大基金類別。下圖則標示 MFR 報告內按基金種類劃分的基金的總淨資產值百分比及基金數目（括弧為基金數目）。混合資產基金於 MFR 報告並非最大基金類別，只有約兩成積金資產投資於此類別。其中原因為 MFR 報告的總淨資產值除退休計畫資產

外，同時亦包含其他零售基金資產值，故兩圖不能作直接比較。

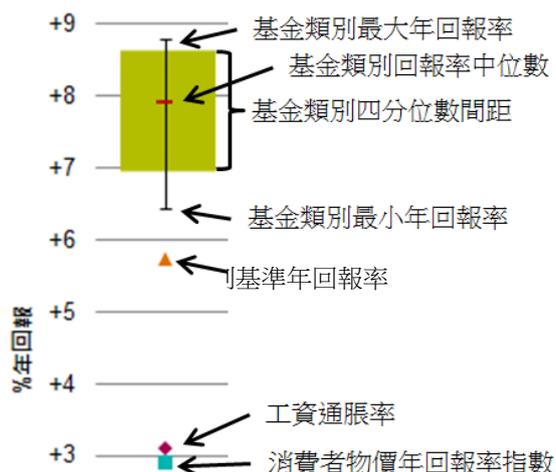
### 界定供款退休計畫總淨資產值百分比（括弧內為基金數目）



資料來源：韜睿惠悅季度 MFR 報告（截至 2014 年 3 月底）

韜睿惠悅季度 MFR 報告中混合資產類別之基金資產規模約為報告總資產的兩成，而其季度 MPF 報告中混合資產類別則收錄了所有強積金市場上之混合資產基金。此研究報告分別以 MFR 報告代表界定供款退休計畫和以 MPF 報告代表強積金市場以作比較。此部分將分別比較兩種計畫於數個不同時期之混合資產基金績效，同時會列出同時期之香港消費者物價指數年回報率，工資通脹率及個別基金基準回報率，以示此類基金短、中及長期之相對回報創優能力。此部份的投資回報為淨投資回報，即扣除基金承擔的所有費用，包括投資管理費、受託人、託管人、行政人等的收費。

以下部分將列出兩種計畫四類混合資產基金（增長、均衡、平穩增長及資本穩定基金）於不同時期（一年、三年、五年及十年）之回報比較。下圖例標示讀者該如何解讀此圖。



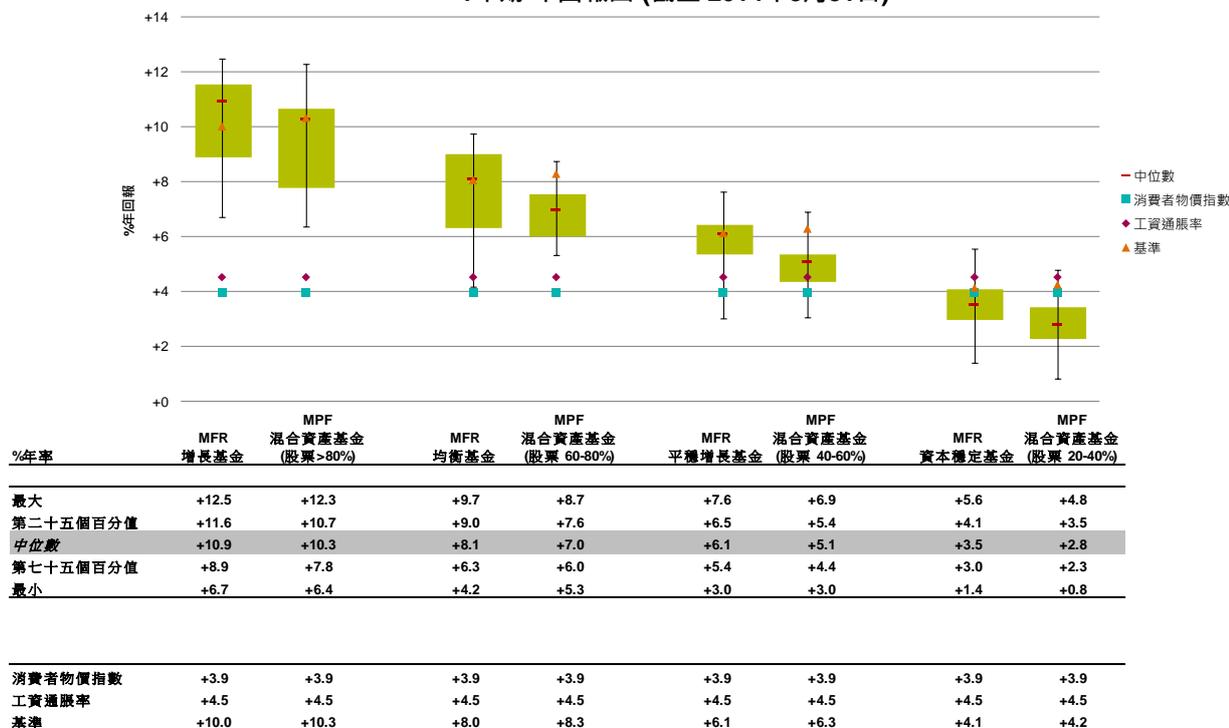
下表列出了韜睿惠悅 MPF 報告及 MFR 報告內四個混合資產基金的基準：

資產類別	增長基金（股票>80%）	均衡基金（股票 60%-80%）	平穩增長基金（股票 40%-60%）	資本穩定基金（股票 20%-40%）	MPF 報告採用的指數	MFR 報告採用的指數
<b>全球股票</b>	<b>90</b>	<b>70</b>	<b>50</b>	<b>30</b>		
香港	30	24	17	10	富時強積金香港指數	富時強積金香港指數
北美	18	14	10	6	富時強積金北美指數	富時環球北美指數
歐洲	18	14	10	6	富時強積金歐洲指數	富時環球歐洲指數
日本	12	9	6.5	4	富時強積金日本指數	富時環球日本指數
亞太區（香港及日本除外）	12	9	6.5	4	富時強積金亞太指數（香港及日本除外）	富時環球亞太指數（香港及日本除外）
<b>全球債券</b>	<b>7</b>	<b>25</b>	<b>45</b>	<b>60</b>	花旗全球公債指數（25%港元對沖）	花旗全球公債指數（25%港元對沖）
<b>現金</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	積金局訂明儲蓄利率	美國三月國庫券

上表顯示的基準由多個資產類別組成，分別為全球股票、全球債券及現金。而全球股票則可分為香港、北美、歐洲、日本及亞太區（香港及日本除外）股票。每一個資產類別均有其相對應的指數或基準。就同類型的混合資產基金，MPF 報告及 MFR 報告基準的資產配置一致，惟所採用的指數根據其報告內基金的性質則不同。

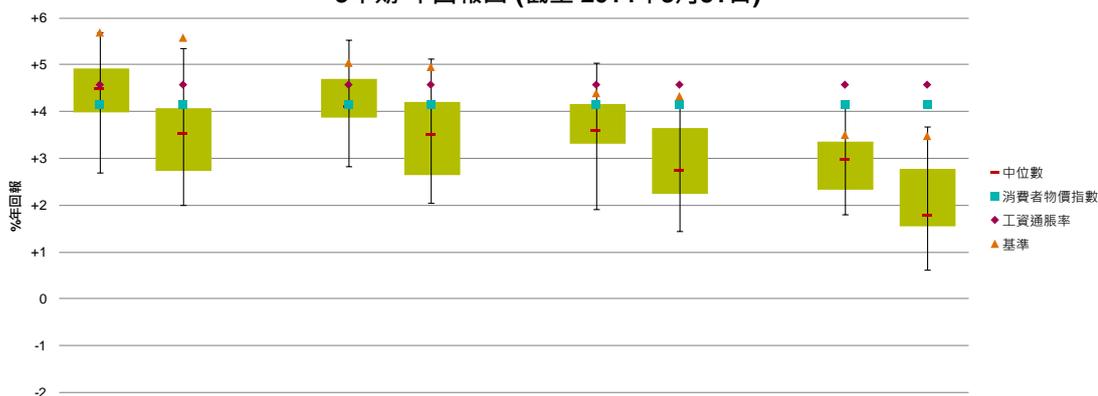
混合資產基金是根據他們的長期資產配置策略來劃分。部分基金短期內可能會偏離既定的範圍，當基金長期偏離所屬的類別的資產配置範圍，韜睿惠悅會加以標示。

1年期 年回報圖 (截至 2014年3月31日)



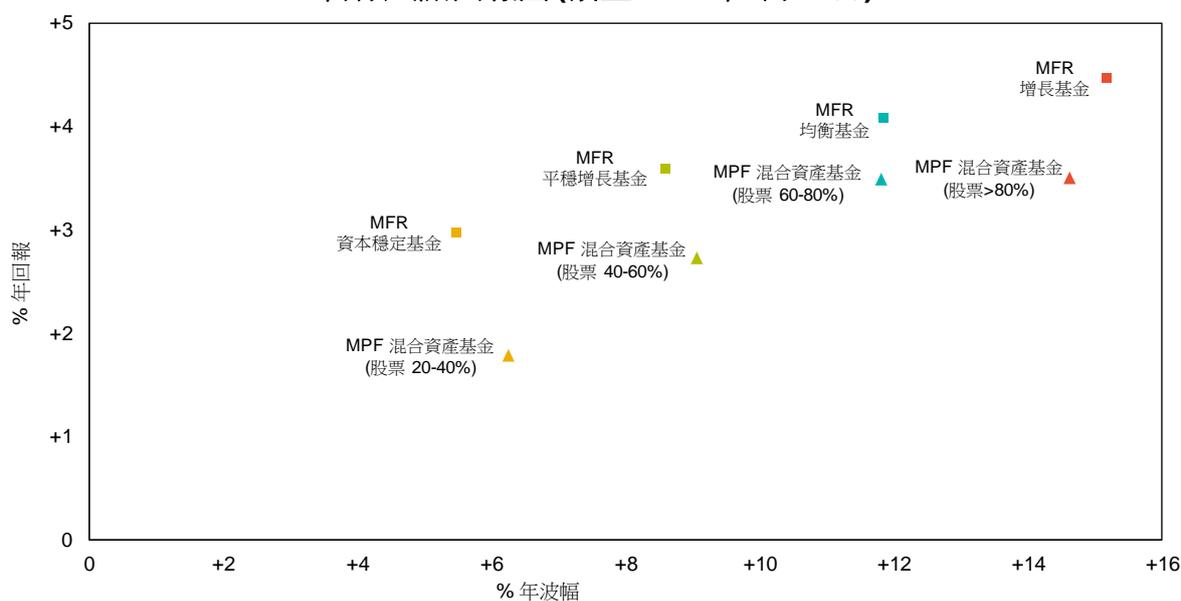
從上圖可見，短期（一年期）強積金基金的表現一般較界定供款退休計畫基金為低。同時可見當基金類別中的股票比例越高，回報同時較高，跟基準的差距越少，波幅亦會較大。在四類混合資產基金中，只有資本穩定基金類別中位數未能超越同期消費者物價指數回報和工資通脹率，其餘則表現較通脹率為好。由於年期太短，此部分並未加上一年期風險回報圖。

3年期 年回報圖 (截至 2014年3月31日)



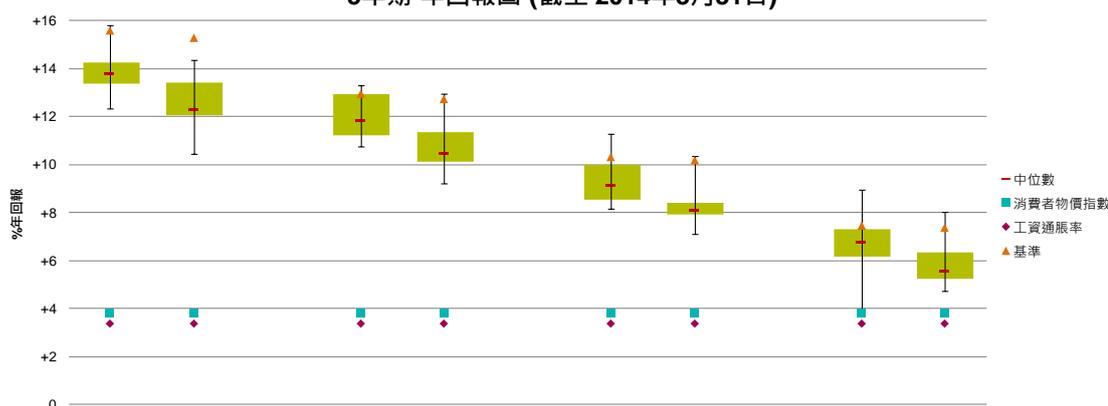
%年率	MFR 增長基金	MPF 混合資產基金 (股票>80%)	MFR 均衡基金	MPF 混合資產基金 (股票 60-80%)	MFR 平穩增長基金	MPF 混合資產基金 (股票 40-60%)	MFR 資本穩定基金	MPF 混合資產基金 (股票 20-40%)
最大	+5.7	+5.3	+5.5	+5.1	+5.0	+4.1	+4.2	+3.7
第二十五個百分值	+4.9	+4.1	+4.7	+4.2	+4.2	+3.7	+3.4	+2.8
中位數	+4.5	+3.5	+4.1	+3.5	+3.6	+2.7	+3.0	+1.8
第七十五個百分值	+4.0	+2.7	+3.9	+2.7	+3.3	+2.3	+2.3	+1.6
最小	+2.7	+2.0	+2.8	+2.0	+1.9	+1.4	+1.8	+0.6
消費者物價指數	+4.1	+4.1	+4.1	+4.1	+4.1	+4.1	+4.1	+4.1
工資通脹率	+4.6	+4.6	+4.6	+4.6	+4.6	+4.6	+4.6	+4.6
基準	+5.7	+5.6	+5.0	+5.0	+4.4	+4.3	+3.5	+3.5

3年期 風險回報圖 (截至 2014年3月31日)



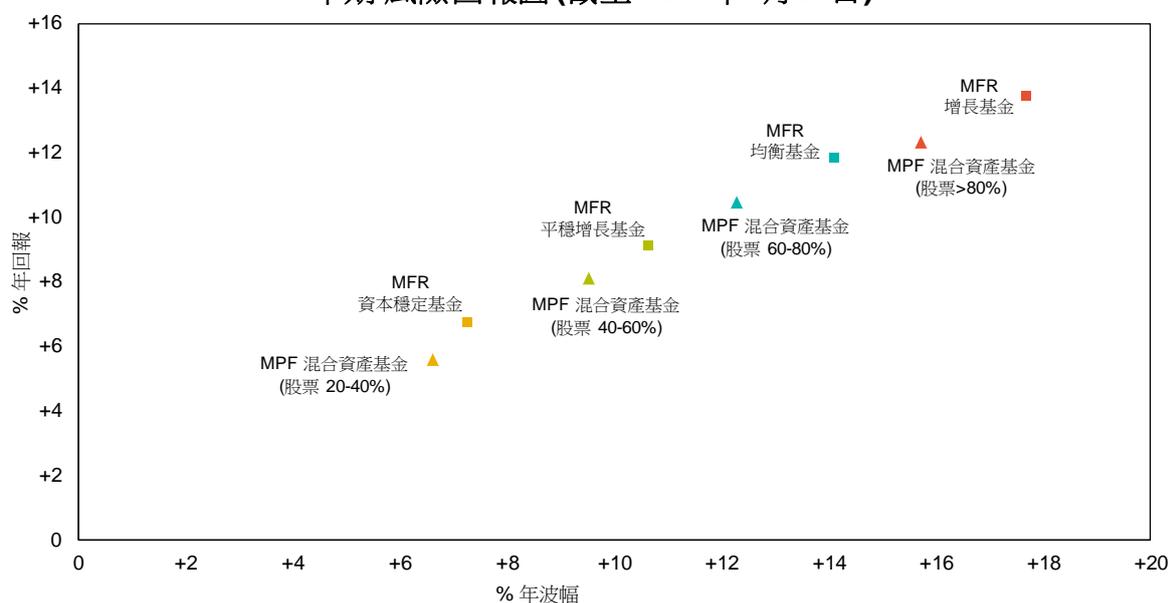
	%年波幅	%年回報
MFR增長基金	15.2	4.5
MPF 混合資產基金 (股票>80%)	14.6	3.5
MFR均衡基金	11.8	4.1
MPF 混合資產基金 (股票 60-80%)	11.8	3.5
MFR平穩增長基金	8.6	3.6
MPF 混合資產基金 (股票 40-60%)	9.1	2.7
MFR資本穩定基金	5.5	3.0
MPF 混合資產基金 (股票 20-40%)	6.3	1.8

5年期 年回報圖 (截至 2014年3月31日)



%年率	MFR 增長基金	MPF 混合資產基金 (股票>80%)	MFR 均衡基金	MPF 混合資產基金 (股票 60-80%)	MFR 平穩增長基金	MPF 混合資產基金 (股票 40-60%)	MFR 資本穩定基金	MPF 混合資產基金 (股票 20-40%)
最大	+15.8	+14.3	+13.3	+12.9	+11.3	+10.4	+8.9	+8.0
第二十五個百分值	+14.3	+13.4	+12.9	+11.4	+10.0	+8.4	+7.3	+6.4
中位數	+13.8	+12.3	+11.9	+10.5	+9.1	+8.1	+6.7	+5.6
第七十五個百分值	+13.4	+12.1	+11.2	+10.2	+8.6	+8.0	+6.2	+5.3
最小	+12.3	+10.4	+10.7	+9.2	+8.2	+7.1	+4.0	+4.7
消費者物價指數	+3.8	+3.8	+3.8	+3.8	+3.8	+3.8	+3.8	+3.8
工資通脹率	+3.4	+3.4	+3.4	+3.4	+3.4	+3.4	+3.4	+3.4
基準	+15.6	+15.3	+12.9	+12.7	+10.3	+10.2	+7.5	+7.4

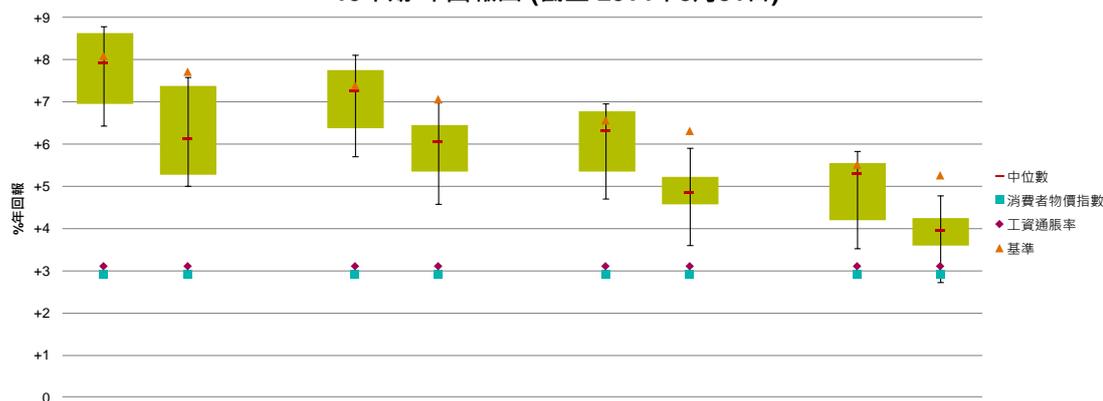
5年期 風險回報圖 (截至 2014年3月31日)



	%年波幅	%年回報
MFR增長基金	17.7	13.8
MPF 混合資產基金 (股票>80%)	15.8	12.3
MFR均衡基金	14.1	11.9
MPF 混合資產基金 (股票 60-80%)	12.3	10.5
MFR平穩增長基金	10.7	9.1
MPF 混合資產基金 (股票 40-60%)	9.6	8.1
MFR資本穩定基金	7.3	6.7
MPF 混合資產基金 (股票 20-40%)	6.6	5.6

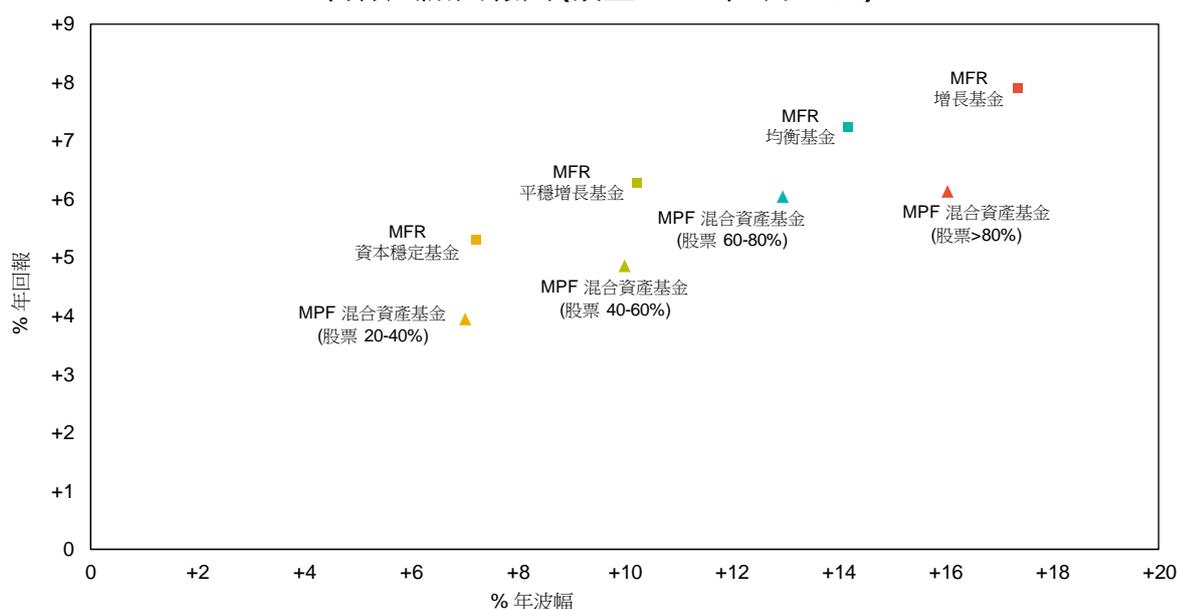
中期（三年期的五年期）的混合資產基金回報分佈跟短期年回報圖相差不大。強積金基金績效表現依舊比界定供款退休計畫基金回報為低，而股票比例和年回報率仍存在正比關係。圖中所有退休基金的中期表現均較消費者物價指數年回報率和工資通脹率為高，但卻不比其個別基準為高。

10年期 年回報圖 (截至 2014年3月31日)



%年率	MFR 增長基金	MPF 混合資產基金 (股票 >80%)	MFR 均衡基金	MPF 混合資產基金 (股票 60-80%)	MFR 平穩增長基金	MPF 混合資產基金 (股票 40-60%)	MFR 資本穩定基金	MPF 混合資產基金 (股票 20-40%)
最大	+8.8	+7.6	+8.1	+7.0	+6.9	+5.9	+5.8	+4.8
第二十五個百分值	+8.6	+7.4	+7.8	+6.5	+6.8	+5.2	+5.6	+4.3
中位數	+7.9	+6.1	+7.3	+6.0	+6.3	+4.9	+5.3	+4.0
第七十五個百分值	+7.0	+5.3	+6.4	+5.4	+5.4	+4.6	+4.2	+3.6
最小	+6.4	+5.0	+5.7	+4.6	+4.7	+3.6	+3.5	+2.7
消費者物價指數	+2.9	+2.9	+2.9	+2.9	+2.9	+2.9	+2.9	+2.9
工資通脹率	+3.1	+3.1	+3.1	+3.1	+3.1	+3.1	+3.1	+3.1
基準	+8.1	+7.7	+7.4	+7.1	+6.6	+6.3	+5.5	+5.3

## 10年期 風險回報圖(截至 2014年3月31日)



	%年波幅	%年回報
MFR 增長基金	17.4	7.9
MPF 混合資產基金 (股票 >80%)	16.1	6.1
MFR 均衡基金	14.2	7.3
MPF 混合資產基金 (股票 60-80%)	13.0	6.0
MFR 平穩增長基金	10.2	6.3
MPF 混合資產基金 (股票 40-60%)	10.0	4.9
MFR 資本穩定基金	7.2	5.3
MPF 混合資產基金 (股票 20-40%)	7.0	4.0

長期（十年期）的混合資產基金回報分佈跟中期回報圖十分相似，所有特點均繼續存在。

以下部分將分析上圖所示兩種積金計畫之基金所存在的特點。從圖中不難發覺股票比例跟年回報率及波幅有所掛勾。此乃因為股票類別資產長遠來說一般比債券的預期回報為高，波幅亦同時較大。圖中也指出界定供款退休計畫基金之回報較強積金的為高。分析顯示認為其原因受多方面影響，其中有不少變數。

### 3.3.1 收費的影響

下表列出兩類退休計畫之基金收費 / 基金開支比率。

根據積金局網頁所載之最新（即截止 2013 年 9 月份）基金開支比率，強積金計畫基金之基金開支比率為財政期於近一年的基金開支比率平均值。主要包括基金管理費、受託人費、託管費及行政費。

至於界定供款退休計畫基金，因為並沒有公開基金開支比率資訊，故此此部份用上 MFR 報告中界定供款退休計畫基金最近的基金收費率平均值。MFR 報告中的基金收費率包含截止 2014 年 3 月份之界定供款退休計畫基金管理費、受託人費、託管費及行政費。

	界定供款退休計畫基金 <sup>3</sup> (MFR)	強積金計畫基金 <sup>4</sup> (MPF)
增長基金 / 混合資產基金 (股票>80%)	0.98%	1.91%
均衡基金/ 混合資產基金 (股票 60-80%)	0.98%	1.78%
平穩增長基金 / 混合資產基金 (股票 40-60%)	0.98%	1.84%
資本穩定基金 / 混合資產基金 (股票 20-40%)	0.94%	1.89%

如上表所示，強積金計畫之基金收費明顯地比界定供款退休計畫基金的為高，故能解釋部分回報率高低之差。雖然如此，由於積金局近年來積極推動強積金髮展並下調基金收費，因此本研究小組相信此一因素影響將逐步減少。

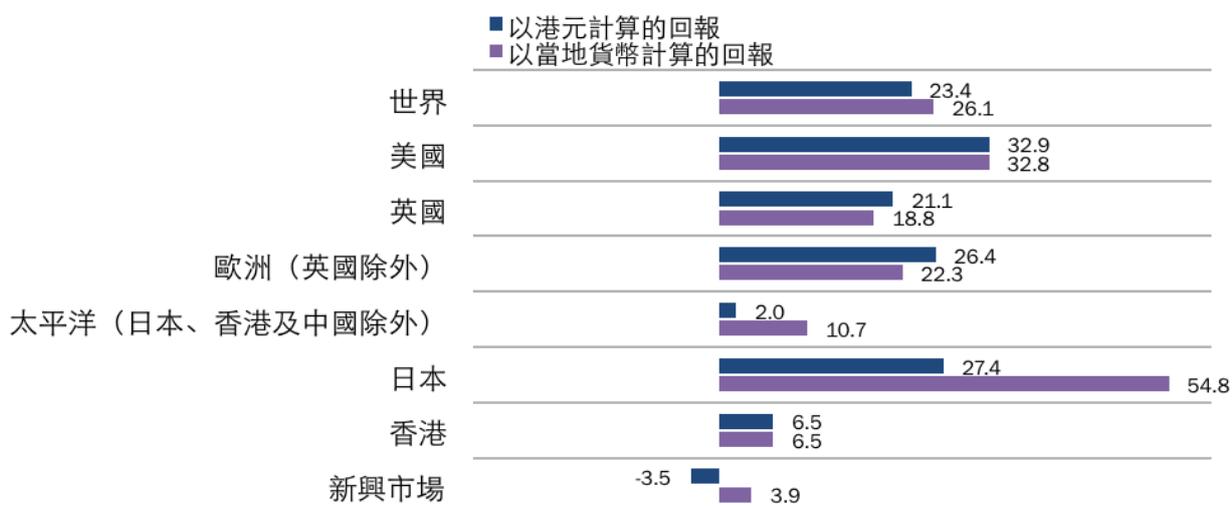
### 3.3.2 投資限制的影響

另一影響為強積金的投資限制較職業退休計畫為多，故影響投資管理人的投資靈活性。強積金基金只能投資於個別核准投資標的，同時要確保基金持有至少 30% 的港元資產，亦不能投資於另類投資如衍生工具。相反，職業退休計畫基金則可根據其投資指示自由投資於各市場及資產種類，限制較少，故較為靈活，以便分散投資以及投資於當紅資產類別。下圖列出 2013 年各資產類別之年度回報：

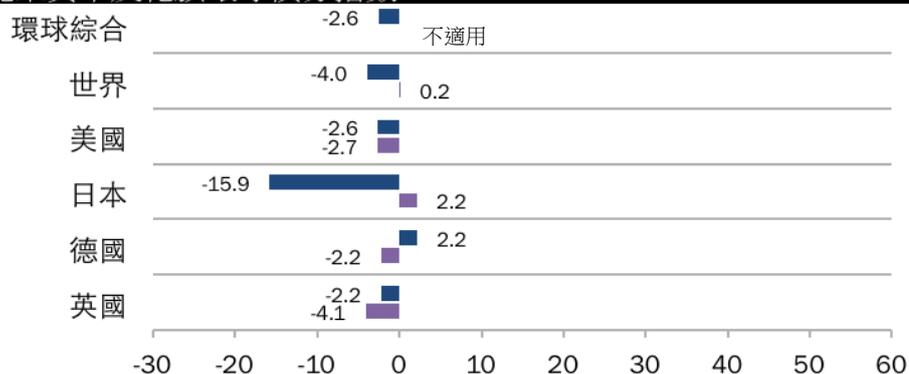
<sup>3</sup> 韋睿惠悅季度 MFR 報告，截止 2014 年 3 月份，基金收費率包含基金管理費、受託人費、託管費及行政費

<sup>4</sup> 積金局，截止 2013 年 9 月份，基金開支比率包括基金管理費、受託人費、託管費、行政費、年費、供款費、買賣差價等其他開支

**股本回報：2013年富時環球指數（股息再投資）**



**債券回報：2013年巴克萊資本及花旗環球債券指數**



**另類資產回報：2013年指數**



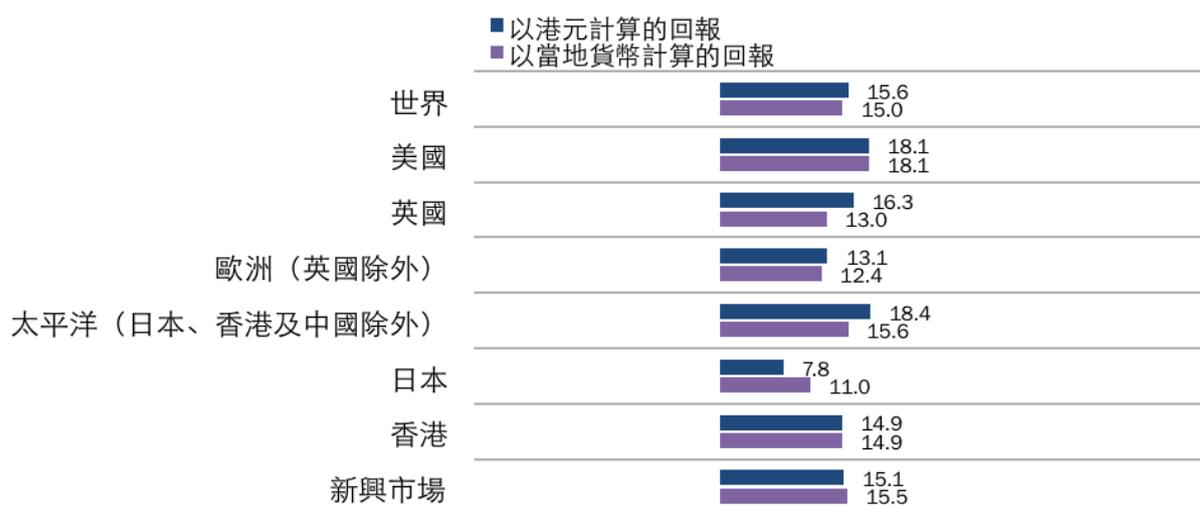
資料來源：韜睿惠悅

從上圖可見，香港股票過去一年的回報率跟其他地區股票市場之同時期回報不太類同。故此，由於香港股票為代表港元資產之資產類別，強積金的「至少 30% 的港元資產」規限實可能會令其基金回報跟職業退休計畫之回報有所差別。雖然其他資產類別的資金也可對沖至港元以合乎港元資產的限制，但從上

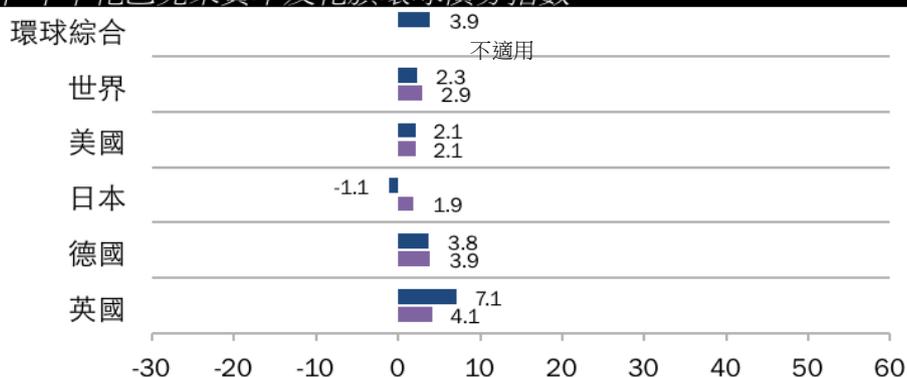
圖亦可見到港元回報亦可跟當地貨幣回報有很大的差別（如日本股票市場），故強積金基金的回報跟沒有有關港元資產限制的職業退休計畫之回報的差別可以很大。從另類資產回報圖中也可見到另類資產的回報跟傳統資產類別（即股票及債券類別）截然不同，故可為職業退休計畫基金帶來多樣化資產投資效益

下圖為過去五年各資產類別之年度化回報：

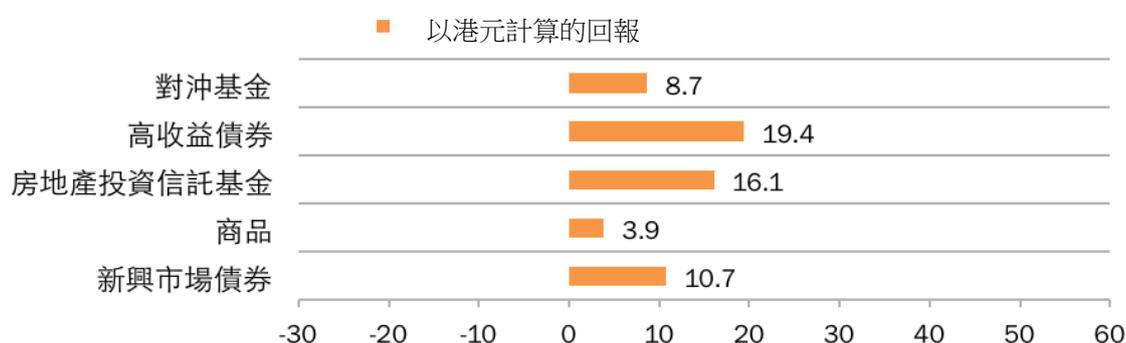
**股本回報：2009-2013年 年率化富時環球指數（股息再投資）**



**債券回報：2009-2013年 年率化巴克萊資本及花旗環球債券指數**



**另類資產回報：2009-2013年 年率化指數**



資料來源：韜睿惠悅

雖然上圖顯示香港股票作為代表港元資產之資產類別，過去五年的年率化回報跟其他地區股票市場之同時期回報較一年期的相似，但上圖亦指出其他資產類別的回報對沖至港元以合乎港元資產的限制也跟其當地貨幣計算回報有所差別。因此這五年期回報圖所得的結論亦跟一年期回報圖相似。

除上述原因外，兩類計畫之基金表現也受其他因素影響，上述兩項只是較為明顯及為主要因素而已。如欲瞭解更多有關兩種計畫的投資限制，請參照前兩部分投資限制一項。

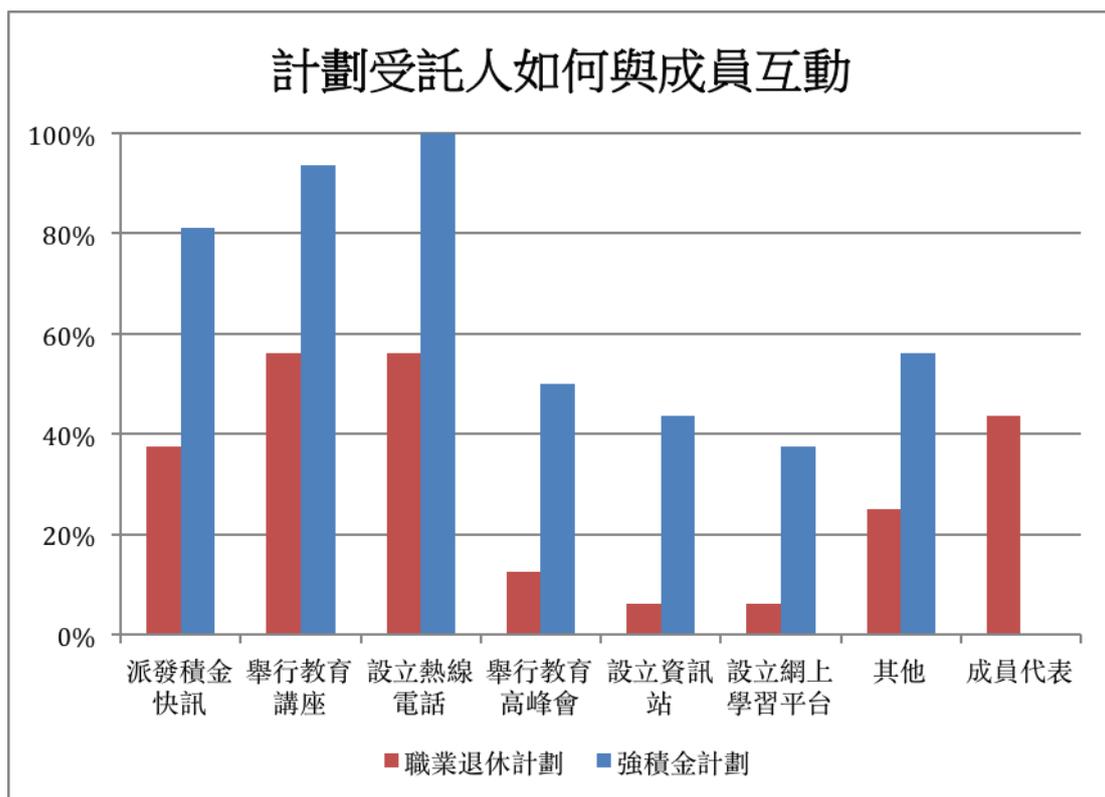
### 3.4 職業退休計畫與強積金與成員互動(成員溝通及教育)之比較

除了比較兩種退休計畫的績效表現，瞭解成員的需求並予以教育也是計畫成功的重要一環。通過瞭解成員的需求，受託人及 / 或退休計畫管理委員會能更準確為成員提供最合適的服務及基金種類，而教育成員則能令成員瞭解自己的退休計畫長遠投資目標，並瞭解其不同時期風險承受水準，故此成員互動一項是計畫中不可或缺的一環。

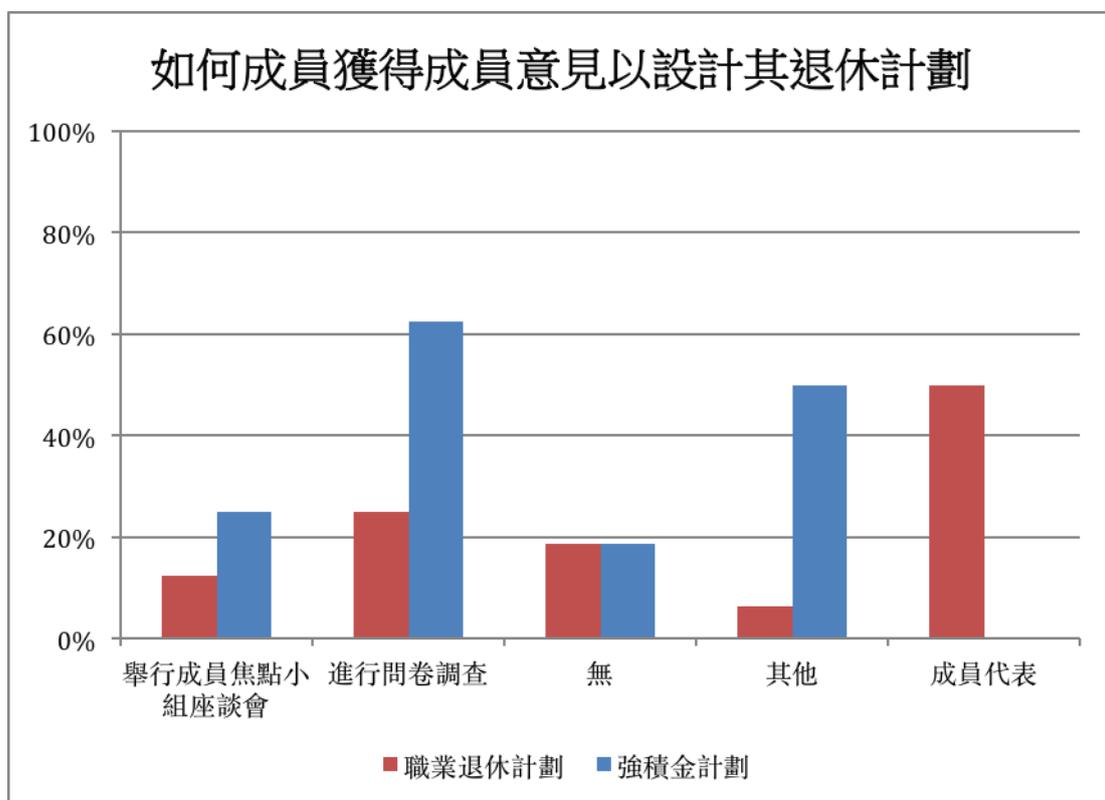
於 2013 年第三季，韜睿惠悅進行了一項有關界定供款退休計畫的問卷調查，共訪問了 16 個界定供款退休計畫，其資產值占整個香港界定退休供款計畫總資產值的一半。當中最普遍的成員溝通管道為舉行教育講座、設立熱線電話、委任成員代表和派發積金快訊。部分受託人及 / 或退休計畫管理委員會更會進行問卷調查及舉行成員焦點小組座談會以收集更多成員意見。通過這些成員互動活動，受託人及 / 或退休計畫管理委員會更能知道其計畫是否符合成員的需求。事實上，該問卷更顯示有不少計畫甚至會邀請成員參與設計其退休計畫。超過四成受訪計畫曾委託成員代表收集各成員的意見。

本研究小組亦於今年第二季為強積金計畫以同一組問題進行了類似的問卷調查以作比較，共收到 16 個計畫受託人的回覆。調查發現受訪的強積金計畫跟職業退休計畫在成員互動方法十分相似。強積金計畫受託人大都致力於與成員進行互動交流，而所有受訪受託人更表示有設立熱線電話，以方便成員查詢有關強積金計畫的一切事宜。超過六成受訪者均表示他們曾用成員問卷方式向成員收集意見。

整體而言，相比於職業退休計畫，強積金受託人比較傾向與成員進行互動；超過一半強積金受託人還有採用多個一種方法以收集成員意見。



資料來源：韜睿惠悅



資料來源：韜睿惠悅

上圖顯示強積金計畫受託人成員互動溝通與教育。由於職業退休計畫成員較易接觸得到（於同一公司內），因此透過委任成員代表以收集成員意見亦很常見。

下表列出兩類計畫於成員互動之分別：

職業退休計畫	強積金計畫
退休計畫由僱主自行提供，故此計畫本身是由僱主為成員度身訂造以為其僱員提供退休保障。	為符合法律規定，僱主安排其僱員參加強積金計畫，故此成員分散於不同僱主。
由於計畫目的是為僱員提供退休保障，他們可以聘用最合適的投資管理人以為僱員帶來最大利益。	計畫由保薦人設計並提供予廣大僱主及成員，因此多以廣泛基金為目標以切合不同成員的需要。
僱主自行成立之計畫通常較為獨立自主，會因應其投資管理人之服務水準及基金表現直接為成員作出最佳決定，故彈性較大。	計畫受託人多為集團式經營，並要乎合市場效益及廣泛成員的需要，亦需由積金局審批，故此彈性亦較低。

隨著職業退休計畫的成員人數日漸減少，現在的職業退休計畫資產值主要由數個比較大的集團所主導。至於強積金計畫的成員及資產值則不繼增加，而成員對其減低收費的訴求也相應增加。2011年4月積金局聯合香港退休計畫協會公開發表《強積金制度十年投資表現回顧》，對制度的第一個十年進行評估，並對未來的發展改革做出展望。積金局近年也積極推行改革，於6月底就為強積金計畫的預設安排展開為期三個月的公眾諮詢，以回應公眾對強積金「收費高、選擇難」的看法。預計在未來十年，香港退休投資會有較多轉變及發展。

## 4. 香港養老金投資運營管理創新研究

通過前三章的系統梳理，以及同大陸、臺灣及澳門地區的橫向比較，可以發現香港的強積金及公積金計畫是開始較早，發展較成熟的私營機構管理的供款計畫。作為世界銀行倡議的退休保障方案中的第二條支柱，強積金和公積金在過去數十年中發展創新，在運營政策，投資及產品研發方面都有一定的優勢。但同時，因為香港獨特的立法程式及政策限制，強積金的改革速度緩慢，也常受到外界所質疑，其未來的發展仍有許多值得省思和改進的地方。

### 4.1 強積金的創新優勢

#### 4.1.1 運營政策

如第二章所述，強積金的投資運營可以分為兩個層次：第一層是成分基金（constituent funds），可以直接投資於存款、股票、債券、認股權證、將上市證券等准許投資專案，也可以投資於符合條件的指數基金及核准彙集投資基金（approved pooled investment funds）。

第二層就是核准彙集投資基金，其發行對象可以是強積金計畫，職業退休計

畫及其他機構投資者，但不能向個人直接發行。因此強積金計畫成員只能選擇成分基金而不能直接選擇核准彙集投資基金。

這種雙層投資管理的模式以後端集合的方式實現投資效益和成本效益，並給予強積金的投資運營相當的靈活性。比如說，成分基金的資產可以全部投資於一個核准彙集投資基金，也可以在不同核准彙集投資基金之間做資產配置；成分基金與核准彙集投資基金的管理人可以是同一家，也可以不同。隨著強積金的發展及成分基金數量的增加，大多數成分基金選擇投資於現有的核准彙集投資基金。

另外，符合積金局條例的互惠基金可經批准成為核准彙集投資基金，在一定程度上促進了強積金與互惠基金行業的發展接軌，符合規模效益的特點。但是，由於強積金在投資運營上的規例限制比證監會多及較為嚴格，只有極少數的互惠基金可以通過審核而同時成為強積金。

#### 4.1.2 投資規例

強積金自成立起，其投資規例就較互惠基金為多及相對嚴格，以保證養老計畫投資的安全性。比如在投資海外資產時，要保證強積金基金所持有的資產最少有 30% 為港元貨幣資產，而所有的成分基金必須以港元作為結算貨幣。近幾年，隨著香港作為人民幣離岸中心的迅猛發展，除了之前核准的海外市場及貨幣外，現行政策也准許強積金投資於人民幣資產，但仍要符合現有的強積金規例。

#### 4.1.3 產品研發及趨勢

強積金成立之初，因其規模有限，收費率一直偏高。近幾年，隨著強積金規模效應顯現，積金局努力宣導低收費的強積金類型，如指數基金，以降低行業收費率。自 2010 年底至 2013 年底，被動管理的指數型基金由 12 個增加到 25 個，其中 16 支以香港的恒生指數作為投資標第，並有 10 個投資於香港的盈富基金。同時，積金局在其政府網站上提供全部基金的收費比較資訊，分析基金開支比率並向社會公佈。在過去的 6 年間，強積金的平均基金開支比率由 2007 年 7 月的 2.06 降低為 2013 年 12 月的 1.70。

同時，信託人及強積金的行業組織也大力提倡發展目標日期基金 (Target date fund) 或人生階段基金。這些基金本身是混合資產基金，基金名字一般包含目標退休年份，特點便是因應計畫成員的年齡而自動調整股票和債券的比例，以適應其人生階段的風險承受能力，尤其適合不善於投資或沒有時間管理強積金投資的

打工族。

正如第三章提及，積金局正在研究推出「核心基金」選項，一方面降低基金的開支比率，另一方面也方便懶於選擇強積金，或不善於投資的僱員自動認購適合自己風險屬性的基金。

#### 4.1.4 制度靈活性

強積金於 2012 年 11 月 1 日起實施僱員自選計畫，也稱“半自由行”，旨在為僱員提供一個額外選擇，即僱員可自由選擇強積金計畫，並將自己強積金戶口的僱員供款部分及保留帳戶的資金進行轉移，但僱主供款部分不可轉移。半自由行推出近 2 年，實際轉移的強積金數量雖只占總數的 3% 左右。但成員對強積金的討論或關注度顯然有所增加，成員經考慮或比較後而選擇採用現有參與計畫的數字並未能反映在內。由於半自由行的推行，強積金行業競爭度有所提高，各計畫服務商更加注重投資者教育，並加強同計畫成員間的聯繫溝通。自今年起，積金局正進一步研究推出“全自由行”，未來僱員除了可以自由選擇帳戶中自己的供款部分，亦可以轉移僱主供款部分。可以預期，全自由行的開通會進一步加劇行業的競爭，從來給強積金計畫的成員帶來更多低成本的投資選擇。

## 4.2 職業退休計畫的創新優勢

### 4.2.1 運營政策

目前，香港的職業退休計畫與強積金制度共存，從而帶給僱主及僱員一定的選擇靈活度。一方面，部分大型企業在養老計畫的資金籌集、運營及管理投資方面俱有一定優勢，因而保留制度較為靈活的職業退休計畫，作為企業福利和吸引人才的方式。而另一方面，強積金計畫俱有制度化，規模化的優勢，從而方便大多中小企業及自願人士參與，而強積金的資產規模也在推出的數年間超越了職業退休計畫。

### 4.2.2 投資及領取政策

如第二章所述，強積金有比較完善和嚴格的投資規例，一方面保障了養老金投資的規範性及風險可控，但另一方面也限制了其投資收益。相比而言，職業退休基金，尤其是大型僱主設立的投資計畫其限制較少，給予管理人較大的靈活度。通過第三章的比較也可以看出，職業退休計畫在資產配置上較為靈活，可自行構建投資組合，擺脫投資比例限制，部分投資計畫也可選擇另類資產如對沖基金、

房地產等，而其總體投資收益也較強積金為高。

在養老金的領取階段，強積金只可一筆過領取，但因應市場週期變化可以選擇將資金保存在帳戶中暫不領取，以期在市場回暖後取得更大收益部份。職業退休計畫也允許成員在退休後將資金保留在帳戶中若干年，以提供更大彈性予成員。另外，某些大型職業退休計畫允許其成員以年金方式提取帳戶養老金，給予成員的退休生活以更穩定的保障。

#### 4.2.3 制度靈活性

職業退休計畫的養老金制度尤其為跨國公司帶來便利。部分大型的跨國公司通常有較高比例外籍員工，且需要員工在不同國家及地區轉換工作，這就要求相應地區的養老金制度有較大靈活度和可攜性。譬如，一些大型的跨國集團就設立了覆蓋多個國家地區的職業退休計畫，除了香港員工可以參加之外，在新加坡、中國等地豁免參加本地養老金計畫的外籍員工也可選擇參與在香港的職業退休計畫。因此，需要在不同國家及地區轉換工作的企業員工可以選擇只向一個養老金計畫供款，而避免參與多個不同的養老金計畫，使得員工的養老金帳戶的資金彙集度和退休金的可攜性得以提高。

### 4.3 現狀評估及未來發展

儘管香港的養老金制度在四地當中起步較早，發展也較成熟，但通常一個養老金制度至少需要 40 年才可以真正達到成熟期。所以，相比其他發達國家運營數十年的養老金制度，香港目前的制度仍然很年輕，未來還有很大發展改進的空間。

#### 4.3.1 投資運營

在養老金的投資方面，從前面的比較分析可以看出，強積金完善嚴格的投資規例雖然保障了養老金投資的規範性，但也在一定程度上限制了投資的靈活性及回報率及市場風險分散性。現有的強積金種類，如貨幣市場基金，保證基金，債券基金，混合資產基金，股票基金及指數基金，仍以公開市場為主，不能投資於另類投資產品。同時，條例規定至少 30% 的強積金資金需要投資於港幣資產，考慮到香港資本市場占全球市場份額較小，此規例不符市場比例地增加了強積金投資的本土偏好（home bias）。儘管強積金投資也擁有 10% 的緩衝額度，而部分投

資經理已經用此額度投資於新興市場，或房地產信託基金等另類投資專案，但相比於靈活度較高的職業退休計畫，強積金是否有足夠的風險分散及長期抗風險能力，尤其在國際經濟形勢波動中（如 2008 年金融海嘯）提供給香港市民穩定的長期收益？又是否有更加合適的養老產品幫助計畫成員對抗通脹風險，保障退休生活？

相比而言，職業退休計畫的投資有較高靈活度，也有一定另類投資比例，在擴大風險分散時取得了較高的收益。而部分的另類投資專案，如基礎建設投資產品，是可以較好抵禦通脹並提供穩定現金流而適合養老需求的產品，是否可以加入強積金的投資範疇之中？事實上，加拿大及澳大利亞的養老金制度起步較早，發展也較成熟，其大型養老金，如加拿大年金計畫，魁北克省公共養老金和澳大利亞的超級年金，均有相當比例投資於基礎建設並取得了長期穩定收益。而大陸也於 2013 年 3 月大量拓寬了企業年金的投資範圍，允許投資於股指期貨、基礎設施債權計畫、商業銀行理財產品、信託產品等。

而在養老金的運營方面，強積金擁有標準化的運營模式，使得成員可以自由轉換基金，並享有較高的資訊透明度。相比而言，部分職業退休計畫缺乏資訊透明度及轉換投資基金的自由度，從而在一定程度上限制了此種退休計畫的長期發展。因此，儘管職業退休計畫擁有一定的投資優勢，但從長遠角度來講，大型僱主也需要考慮如何持續保持其退休計畫的優勢和競爭力。

#### 4.3.2 資金給付的足夠性及年金化

在養老金的給付方面，香港始終缺少全民性的養老保障，即世行提倡的第一支柱；而強積金作為第二支柱的養老金，始終難以提供足夠的退休保障。在強積金推出之初，5%（僱主供款）+5%（僱員供款）的供款方式及設置最高供款限額，因為其門檻較低贏得了中小企業得支持，從而得以迅速擴大覆蓋率。經過十幾年發展，強積金在覆蓋率及總資產早已超過職業退休計畫，也有越來越多的僱員在 5% 的強制性供款之外進行自願供款。因此，5% 的法定供款率及供款的上下限額，是否可以根據香港的經濟發展、人口狀況、通貨膨脹等因素進行自動調整，並將調整機制以立法形式寫入法律規例中？

另外，香港強積金最大的詬病依然在資金給付階段的一筆過付款而非年金。事實上，過去幾年香港在養老年金產品方面有過很多嘗試，如住房逆按揭(reverse

mortgage)。由香港按揭有限公司（Hong Kong Mortgage Corporation）發起，若干銀行曾開展了住房逆按揭的業務，即老人將有產權的房屋抵押給銀行，以取得定期收益從而保障退休生活，一直到房主去世之後。此後其房產出售用於償還貸款本息，而房產升值部分歸抵押人所有。然而，住房逆按揭在香港並未取得預想的成功，推出了幾年卻少人問津。之後，臺灣也在 2013 年初推出了以房養老的政策，耗資千萬但少人申請。目前，內地的養老改革規劃中也明確提出發展養老產業，進行以房養老的試點，效果如何還有待進一步觀察。

年金產品方面，香港的商業銀行和保險公司也推出了一些適合老年人退休生活的計畫。下表就以四間金融機構的退休年金產品為例做簡要分析比較。

### 部分退休年金產品比較

金融機構	退休計畫名稱	交付保費年期	受保年齡	年金期
保險公司甲	退休收入年金計畫	3 年 / 5 年 / 10 年 / 至 55 歲	年齡上限 70 歲	領取 10 年年金或一次性領取
保險公司乙	暖意系列退休計畫	至 55 歲 / 60 歲 / 65 歲	45 歲 / 50 歲 / 55 歲	年金領取至 100 歲
保險公司丙	休閒人生年金計畫	10 年 / 15 年	年齡上限 60 歲	保證 10 年 / 15 年年金，並可繼續收取年金至 105 歲
保險公司丁	理想退休入息計畫	5 年 / 10 年 / 15 年 / 20 年 / 至 60 歲 / 至 65 歲	年齡上限 65 歲	10 年 / 20 年，或至 100 歲

如上表所示，四種退休計畫均可以年金方式領取，但都設有投保人年齡上限，最高為 70 歲，因此已退休人士通常無法參與。下表可見，儘管年金產品的保單數目自 2010 年起有所增加，其保費額度也有顯著提高，但此類業務在保險公司的總體市場份額中所占甚微。就保費而言，年金及其他業務只占 2012 年整體長期保險業務的 1.7%。而比較強積金以及職業退休計畫的資產總量，此類商業年金產品提供的保障遠遠不能達到滿足退休生活的需求。

保險種類 Type of Insurance	保單數目 Number of Policies			保單保費 Office Premiums			淨負債 Net Liabilities		
	2010	2011	2012	2010 百萬元 \$m	2011 百萬元 \$m	2012 百萬元 \$m	2010 百萬元 \$m	2011 百萬元 \$m	2012 百萬元 \$m
個人年金: Individual Annuity:									
非投資相連 Non-Linked	14,444	17,609	27,941	706.6	962.5	2,453.2	1,983.0	2,663.9	4,733.6
投資相連 Linked	41,099	38,246	35,476	586.0	542.5	498.0	3,377.9	3,037.0	3,263.5
團體年金 Group Annuity	7	3	3	-	-	-	15.2	10.1	8.1
	55,550	55,858	63,420	1,292.6	1,505.0	2,951.2	5,376.1	5,711.0	8,005.2
其他: Others:									
永久健康 Permanent Health	195,477	173,809	178,316	798.6	746.5	823.1	2,822.6	3,203.3	3,783.6
聯合養老保險 Tontines	5	5	5	0.1	0.1	0.1	0.6	0.7	0.8
資本贖回 Capital Redemption	5	4	2	-	-	-	10.3	4.4	3.0
總數 Total	251,037	229,676	241,743	2,091.3	2,251.6	3,774.4	8,209.6	8,919.4	11,792.6

資料來源：保險業監理處 2012 年業務統計數字

在退休制度的給付足夠性和年金化方面，國際經驗顯示，缺乏政府參與而單純依靠商業模式，如銀行或保險公司的計畫，將很難達到風險共擔和全民保障的效果。最近，新加坡政府也有一些創新的嘗試，建立了家庭帳戶概念，可以由直接親屬為家人的養老金帳戶提供供款及支持。參照新加坡的家庭養老金帳戶，香港是否也可以提供更多的政府支持以完善現有的年金產品，比如由子女參與供款一些退休保障計畫，為其已退休或年齡超過 70 歲的父母提供年金化的養老保障。

### 4.3.3 發展改進的省思

強積金由發展至今已有 14 年曆史，取得了一定成績，也有很多經驗值得深省。強制性公積金計畫管理局是根據《強制性公積金計畫條例》於 1998 年 9 月 17 日成立的法定機構，專責規管及監督強積金計畫及職業退休計畫的運作。但是公積金局的職能盡限於運作監管方面，而所有關於強積金的根本政策及上文討論過的未來改進方向，如供款比例的調整，供款上下限的設立，或以年金方式替代一筆過領取養老金等，都需要通過立法的形式予以通過，並非積金局可以直接決定。在過去數年間，供款的入息水準上限由港幣 20,000 調整為 25,000，而下限也由港幣 5,000 調整為 6,500，並進一步增加為 7,100。每一次的調整都需要長時間研究討論，並最終經立法局通過。

另外，強積金在成立的前十年，由於缺乏投資者教育及溝通，常常受到香港媒體及計畫成員的質疑，認為其開支比例過高，投資選擇困難，投資表現不盡如

人意等。在最近幾年間，積金局逐步加強了投資者教育，通過其網站及媒體公佈更加完善準確的資訊給計畫成員，而業界同媒體間也增強互動，向公眾傳遞正面的養老投資觀念，促進了整個養老產業的發展，同時在一定程度上提高了強積金的認可度。

然而，一般民眾對退休及強積金投資產品興趣仍然較低，認識尚有不足。同時，面對現有的477個強積金，很多成員缺乏投資經驗，也難以做出選擇。儘管很多強積金服務機構設有“預設產品”（default fund），在成員未對投資做出選擇的情況下就可默認為此選項。現時香港有41只預設產品，其中14只是混合資產基金，12只保守基金，7只保證基金，4只生命週期基金，2只貨幣市場基金，還有兩個預設產品分散投資於多個成分基金。然而，同為預設產品，不同的投資類別在投資回報／風險方面產生巨大差異，並不一定合適所有成員作為默認選項。積金局近年正積極推行改革，於6月底就為強積金計畫的預設安排展開為期三個月的公眾諮詢，以回應公眾對強積金「收費高、選擇難」的看法。同時積金局建議推出「核心基金」，以作為各強積金計畫的劃一低收費預設基金，並希望此新安排能作為強積金業界的表現和收費水準指標，從而鼓勵業界競爭，促使強積金的整體收費下調。建議的「核心基金」將具備以下主要特點：1) 按年齡自動調低投資風險；2) 基金收費將管控於基金資產的0.75%或以下。預期強積金計畫將會在不久的將來迎來改革。

就香港退休保障的發展改進方向，香港政府轄下之扶貧委員會社會保障和退休保障專責小組已於2013年委託香港大學周永新教成立的研究顧問團隊進行研究。該項研究是按照行政長官於施政報告中提出的，對香港現行的社會保障制度，及有關的退休保障設施，作深入的分析和研究。盼望經過分析和研究，結果能清晰陳述現有關長者社會保障和退休保障安排的利弊。各現有退休保障建議可能產生的影響，以為扶貧委員會屬下的社會保障和退休保障專責小組，提供充實、客觀和符合科學準則的數據，為將來如何優化長者社會保障和退休保障，建立穩固和堅實的基礎。預計研究團隊可將於2014年秋季向政府提交報告。

## 5.香港養老金投資運營管理創新研究

香港政府一直秉持“大市場，小政府”的經濟理念，以完善的法律體系為依託，開放金融市場，鼓勵競爭，但同時加強企業管治和行業自律，保證了香港長久的繁榮和穩定。在養老金投資運營方面，香港也並非單一依靠政府或積金局的監管，而是以信託模式上建立了管理支撐的平臺及機構，同時培養專業管理人才團隊並鼓勵持續進修。

香港，作為國際化的金融中心，擁有高度開放的金融市場和完善的法律法規，長期以來吸引世界各地的金融人才工作、定居，在金融產品的研發、風控方面也一直走在世界前沿。這些得天獨厚的外部條件為香港養老金的健康有序發展提供了基礎。

### 5.1 強積金計畫投資運營管理的創新及優勢

通過第一、二章的梳理可見，強積金在投資運營的政策管理及風控方面都具有一定優勢。積金局採用主動、風險為本模式監管強積金核准受託人，並通過受託人建立良好的企業管治、適當的風險管理制度和嚴謹的合規文化。受託人需要按 / 按季 / 按年向積金局遞交報表，接受審核。同時，積金局也會定期對核准受託人進行實地巡查，以確保受託人遵守各項法定及規管規定。此外，積金局制定監管核准受託人的規管措施，公佈了一套合規標準，協助受託人建立嚴謹的管治框架，以自行監察在強積金制度下履行法定職責的合規情況。除此之外，積金局亦持續監管受託人的服務提供者，包括計畫管理人、投資經理及託管人，協助受託人監管所委任的服務提供者的工作。

在風險控制層面，強積金採納相應國際化金融法規在投資產品風險監控，經由託管人扮演一個監督的角色，幫助受託人實施。託管人除了保管及執行交易，同時也負責監督交易合規狀況，在交易中檢查交易是否按投資計畫限制執行。託管人同時也獨立計算績效評估，追蹤績效來源分析，風險分析，以定期獨立報告幫助受託人執行合規及管治的職責。

香港信託人公會，作為受託人的行業組織，也會定期舉行活動及進修課程，以提高信託人的專業素養及管理能力。另外，香港信託人公會及香港投資基金公會聯合制定了一套《基金表現陳述準則》，旨在協助受託人編制、計算及呈述必須向公眾披露的資料。

強積金仲介人，即從事強積金銷售及推廣活動，以及為強積金計畫提供意見的人員，必須經過仲介人考試，得到積金局的註冊認可。積金局向其中介人發出如何符合適當法定要求的指引，同時負責向違規者進行紀律制裁。而金融管理專員、保險業監督以及證券及期貨事務監察委員會，則擔任前線監督的法定角色，分別負責監察及規管以銀行業、保險業及證券業作為核心業務的強積金仲介人，以確保強積金制度兼備運作效率及效益。另外，仲介人必須於限定時間內完成持續專業進修活動，以提升其專業水準，包括：每年最少 10 小時持續專業進修活動；其中最少有 2 小時須用於研習核心課題；所有持續專業進修核心活動必須獲積金局核准。

此外，公開透明的資訊披露是良好企業管治文化和行業自律的保證。近幾年來，香港政府及強積金行業致力於規範資訊披露，提高產業透明度，加強投資者教育，以幫助計畫成員做出適合自己的退休選擇。積金局於 2007 年 7 月在其網站上推出了收費比較平臺，幫助計畫成員比較所有強積金的收費和總的開支比率。如下表所示，每一個基金都提供詳細的風險 / 回報 / 開支比率以做比較。

#### **強積金基金收費平臺提供資訊**

基金名	最近期基金開支 比率	持續成本列表		基金風險 標記	年率化回報	
		一年期	五年期		一年期	五年期

來源：積金局

2011 年 4 月積金局聯合香港退休計畫協會公開發表《強積金制度十年投資表現回顧》，對制度的第一個十年進行評估，並對未來的發展改革做出展望。2012 年 9 月積金局又在網站上推出了受託人服務比較平臺，提供全面的受託人服務資料，包括每個強積金計畫的基金種類，帳戶管理服務的專案以及所提供的客戶服務，如下表所示。

#### **強積金受託人服務比較平臺提供資訊**

受託人：XX	
基金選擇	成分基金的類別及數目： 股票基金 混合資產基金 債券基金 保證基金 貨幣市場基金 其他基金
帳戶管理	更改現有帳戶結餘的投資分配： 更改方法 — 重組投資 / 基金轉換 透過郵遞 — 免費轉換次數 / 所需時間 透過傳真 — 免費轉換次數 / 所需時間 透過互聯網 — 免費轉換次數 / 所需時間 透過互動話音系統 — 免費轉換次數 / 所需時間 是否提供基金轉換確認書
	更改未來供款的投資分配： 透過郵遞 — 免費轉換次數 / 所需時間 透過傳真 — 免費轉換次數 / 所需時間 透過互聯網 — 免費轉換次數 / 所需時間 透過互動話音系統 — 免費轉換次數 / 所需時間 是否提供更改投資分配確認書

來源：積金局

## 5.2 職業退休計畫投資運營管理的創新及優勢

積金局作為職業退休計畫註冊處處長，亦有責任監督受《職業退休計畫條例》規管的退休計畫的運作。和強積金類似，職業退休計畫也是以信託模式建立，每個計畫需要有至少一位獨立信託人，獨立信託人不得為僱主本人，其僱員或有關聯人士。另外，僱主需要聘請獨立核數審計師對計畫每個財政年度的資產負債狀況進行評估，並將周年申報表提交給積金局。對於界定福利制（defined benefit）的計畫每三年必須由精算師進行精算檢討一次，以確定該計畫的財政狀況。如精算師發現該計畫無力償債，則須每年進行精算檢討一次。

在風險控制層面，職業退休計畫也經由託管人扮演一個監督的角色，幫助受

託人實施。託管人除了保管及執行交易，同時也負責監督交易合規狀況，在交易中檢查交易是否按投資計畫限制執行。託管人同時也獨立計算績效評估，追蹤績效來源分析，風險分析，以定期獨立報告幫助受託人執行合規及管治的職責。

一些大型的職業退休計畫也會定期聘請外部專家對計畫內財產負債狀況進行評估，並對投資策略及投資經理業績進行審核。每年計畫的主要數據會向計畫的成員進行公佈，並諮詢成員意見。

比較而言，強積金和職業退休計畫雖然都受到積金局的監管，但在運營管理的模式上，後者的監管規例較少，管理較為靈活，主要依靠僱主及受託人的經驗和資源為全體計畫成員選擇最合適的養老投資，尤其適用於一些大型，並在投資方面擁有一定資源和經驗的國際化公司。

## 5.3 現狀評估及未來發展

### 5.3.1 合規文化，兼顧效率

從前文的分析可以看出，以高度開放的金融市場和完善的法律法規為依託，香港的強積金自成立開始就擁有良好的風險管理機制和嚴謹的合規文化。特別在經過 2008 年的金融海嘯，美國等國際上主要發達經濟體相繼推出更為嚴格的規管條例的背景下，香港保持良好的金融秩序和風控制度更顯得尤為重要。

然而，太過具體細緻的指引規則，缺乏彈性，報備檔太過繁瑣，使得行業的服務商因為合規要求耗費太多的人力物力。相比互惠基金或其他金融產品，強積金的運營規模相對較小，合規成本偏高，收費又比其他金融產品低，在一定程度上限制了行業的發展速度。因此，在強積金未來的發展中，在報備檔上怎樣取得一個平衡點，使其擁有足夠的合規條例及指引的同時提高行業效率，促進強積金行業健康發展，將是一大課題。

強積金的另一大效率問題在於一個成員因換工作產生多重帳戶，帶來報備上及小額帳戶上高管理費用。因此積金局研究中央電子平臺的建立和完善，以方便僱員處理多個帳戶並進行僱員自選安排。

### 5.3.2 規模，成本，效益的平衡

目前，強積金的 19 間核准受託人及其它服務提供者都是在強積金成立之初獲取牌照。在過去的 14 年間，並無新的金融機構獲得積金局頒發牌照。再加上，自強積金制度成立以來，偶有受託人和強積金計畫並購整合(注：受託人和強積金計畫數目由 2001 年 3 月份的 20 個及 51 個分別減少至現在的 19 個及 41 個)。這些因素，一定程度上保證了行業的集中度和個別受託人的規模效應。另一方面，強積金的成分基金數量仍大量持續增加，於 2013 年底達到 477 個。儘管投資選擇面有所增加，但可選的基金依然受限於積金局批准的幾種類型，因此反而增加了成員的選擇難度，削減了基金的規模效應。同時，儘管已經有部分僱主及僱員選擇強積金的自願性供款，以期在退休後得到更好的養老保障，但此供款並不享有政府的免稅優惠，因缺乏激勵措施而難以得到廣泛採納。因此，如何提供足夠豐富的基金選擇，同時取得規模的最大化效益，依然是未來強積金髮展探索的方向。

之前第四章曾經提到，強積金的平均基金開支比率由 2007 年 7 月的 2.06 降低為 2013 年 12 月的 1.70。最近幾年間，積金局及行業組織致力於提高運營效益的各種方案，努力為計畫成員提高服務效率及投資收益。在強積金的架構中，計畫保薦人主導計畫及收費架構的設計並揀選受託人，然而積金局對計畫保薦人在投資產品的選擇及降低行業收費率方面仍然缺乏足夠的指引，許多改革焦點放在受託人上。

### 5.3.3 資訊披露

香港的強積金擁有公開透明的資訊披露機制，並在最近幾年更加注重投資者教育，透過媒體及行業組織加強成員的溝通及互動，但強積金的成員參與度不高，並且大多數仍然缺乏對投資產品的瞭解。中央電子服務平臺的研發，將為僱員同時處理多個帳戶及半自由行的實行提供服務便利，完善多管道的資訊披露。未來，當強積金全自由行實施，在繼續完善中央電子平臺的同時，也可利用智能手機 apps 及雲存儲技術等為成員提供更為便捷的資訊及個性化的服務和即時的互動。

相比強積金，職業退休計畫的資訊透明度較低，在計畫的投資、回報、收費和資產負債等方面缺乏公開數據。作為僱主營辦的自願性質退休計畫，職業退休計畫的資訊敏感度和私隱度較高，因此較少收到資訊披露方面的限制。但同時，一定程度的資訊披露將有助於各個計畫做橫向比較，促進行業的有序健康發展。

## 附錄一

### 投資管控合約

- (1) 關乎任何註冊計畫的投資管控合約必須以書面訂立，並必須受香港法律所管限。
- (2) 合約亦必須—
  - (a) 強使投資經理向核准受託人披露該經理因身為該計畫的投資經理而已收取或將收取的所有薪酬及其他利益的詳情(包括形式、計算方法和款額)；及
  - (b) 強使投資經理每隔不多於3個月以書面向核准受託人報告就任何與該計畫有關的證券交易而收取的經紀費及傭金的款額，並將收取該等款額的人的詳情包括在該報告中；及
  - (c) 規定如第三者直接或間接支付予核准受託人或投資經理的款項是來自計畫資產的取得或處置的，則該筆付款須記入該計畫的帳目的貸方；及
  - (d) 強使投資經理—
    - (i) 在給予核准受託人的周年報告中，包括該經理在獲經紀或交易商提供貨品及服務(而代價是該投資經理將涉及計畫資產的取得或處置的有關交易的業務轉介該經紀或交易商)方面的營業手法的描述；及
    - (ii) 在該報告中指明該等貨品及服務的價值；及
  - (e) 述明該合約是否限制投資經理為任何其他人以投資經理身分或以任何其他身分行事的權利，如無限制，則指明投資經理可為他人行事的身分；及
  - (f) 述明合約的任何一方為終止合約所須給予的通知期；及
  - (g) 訂定條文，規定如組成投資經理的公司開始清盤、或未經清盤而解散，則合約即告終止；及
  - (h) 強使投資經理須受適用於該計畫的投資政策陳述書的約束和須遵從該陳述書的規定；及
  - (i) 述明合約是否容許投資經理轉授該經理在該計畫方面的任何職能，如容許的話，則指明該等職能中那些職能可予轉授；及

- (j) 強使投資經理確保該計畫的資金投資須按照本條例進行；及
- (k) 述明該計畫的資金是否可運用作以下用途，如可運用，則述明所須符合的條件—
  - (i) 向包銷商或分包銷商認購債務證券；或
  - (ii) 購買或認購藉招股章程向公眾要約發行的證券；及
- (l) 載有條文，使核准受託人能規定投資經理須不時將以下資料給予他—
  - (i) 關於該計畫的資金的投資及該等投資的回報的適當資料；及
  - (ii) 為使該受託人能評估投資經理以適當方式管控該等投資的能力而屬需要的資料；及
- (m) 指明該合約是否禁制合約任何一方訂立任何其他種類的合約，如有禁制，則指明該等其他種類的合約；及
- (n) 強使投資經理及該經理的任何獲轉授人履行下述責任—
  - (i) 以合理地預期對熟悉管控公積金計畫資金的投資的審慎人士以相類於該經理或獲轉授人的身分行事時會達致的程度謹慎、有技巧地、努力和審慎行事；及
  - (ii) 運用該經理或獲轉授人因其業務或職業的緣故而合理地預期他會具備的一切有關知識與技巧；及
  - (iii) 確保該計畫的資金投資於不同投資專案，以儘量減低該等資金的損失風險，但如在特殊情況下，不如此行事屬審慎之舉，則不在此限；及
  - (iv) 為計畫成員的利益而非為該經理或獲轉授人的利益行事；及
  - (v) 按照該計畫的管限規則行事；及
- (o) 強使投資經理及該經理的任何獲轉授人在他們的權力範圍內作出所有事情，以使核准受託人能遵守本規例第47條；及
- (p) 強使投資經理在切實可行範圍內，儘快向核准受託人報告—
  - (i) 任何影響投資經理就該計畫而執行其職能的資格或能力的事宜；及

- (ii) 嚴重違反投資經理義務的事宜；及
- (q) 強使投資經理向核准受託人報告—
  - (i) 投資經理與任何為該計畫而委任或聘用的服務提供者之間的任何關係，而該關係是因
    - 為投資經理與該服務提供者互相是對方的有聯繫者；及
    - (ii) 任何安排，而根據該項安排，有費用、傭金或其他款項因其獲委任為該計畫的投資經理而從合約的任何第三方收取、向合約的任何第三方支付或與合約的任何第三方攤分，並向受託人披露該等費用、傭金或款項的款額；
  - 及
- (r) 規定投資經理提供為使核准受託人能就該計畫執行受託人職責而屬需要的資料；及
- (s) 在投資經理違反合約時，強使該經理在切實可行範圍內，儘快採取所有切實可行的步驟以糾正該項違反；及
- (t) 在投資經理或其獲轉授人沒有遵從核准受託人就該計畫的資金的投資所給予的指示、發出的指引或作出的規定時，強使該經理就任何可歸因於該項不遵從所致的損失向該計畫作出補償，但如該項不遵從是因一項並非該投資經理或其獲轉授人所能控制亦非能預見的事情而引起的，則屬例外；及
- (u) 強使投資經理在核准受託人就該計畫的資金的投資而給予的指示、發出的指引或作出的規定不獲遵從時，在切實可行範圍內，儘快糾正不獲遵從一事；及
- (v) 在投資經理違反本條例時，強使投資經理在訂立任何糾正該項違反的交易前，考慮計畫成員的利益，並向該等成員補償任何可歸因於該項違反的損失。

## 附錄二

### 保管協議的內容

1. 協議必須規定—
  - (a) 計畫資產須以在有關情況下屬慣常和審慎的方式記錄和控制；及
  - (b) 計畫資產須託付予保管人作妥善保管；及
  - (c) 託付予保管人的計畫資產—
    - (i) 如採用註冊或登記形式，則須—
      - (A) 以保管人或其獲轉授人的名義註冊或登記；或
      - (B) 由保管人或其獲轉授人以在有關市場屬慣常和審慎的方式管理和處理；
    - (ii) 如採用持有人形式，則須由保管人或其獲轉授人以實物管有的方式持有；及
  - (d) 計畫資產須與保管人的資產及其獲轉授人的資產分隔。
2. 除根據本附表第11條另有規定的情況之外，協議必須規定將計畫資產與保管人及受託人的所有其他資產(包括由保管人或受託人為參與僱主或任何其他人的利益而持有的任何資產)分開記錄。
3. 協議必須規定計畫資產不受任何產權負擔所規限，但下述任何一項產權負擔均屬例外—
  - (a) 為了作為向計畫成員支付或就計畫成員支付累算權益所借入的款額的保證而設定的產權負擔，而只有在以下情況下，該項產權負擔方屬例外—
    - (i) 借入的款額(連同任何其他為相同目的而作出的借款)並不超逾在借入時計畫資產市值的百分之十；及
    - (ii) 該項借款並非一系列的借款的部分；及
    - (iii) 在作出該項借款時，借款期相當不可能會超逾90日；或
  - (b) 為了作為結算一項與取得計畫資產有關的交易所借入的款額的保證而設定的產權負擔，而只有在以下情況下，該項產權負擔方屬例外—
    - (i) 借入的款額(連同任何其他為相同目的而作出的借款)並不超逾在借入

時計畫資產市值的百分之十；及

(ii) 該項借款並非一系列的借款的部分；及

(iii) 在作出該項借款時，借款期相當不可能會超逾7個工作日；及

(iv) 在作出訂立該項交易的決定時，相當不可能有需要作出該項借款；或

(c) 為了作為就繳付中央證券寄存處或保管人的獲轉授人妥善保管或管理計畫資產的費用而提出的申索的保證而設定的產權負擔；或

(d) 為了依據附表1第14條取得財務期貨合約或依據附表1第15條取得貨幣遠期合約而設定的產權負擔；或

(e) 藉香港法律或香港以外地方的法律的施行而設定的產權負擔。

4. 協議必須規定只能為註冊計畫的目的而運用計畫資產，並且規定任何在計畫資產上設定或批予的產權負擔在與本附表抵觸的範圍內，均屬無效。

5. 除根據本附表第11條另有規定的情況之外，協議必須規定—

(a) 保管人須就任何可歸因於在根據協議執行保管人義務時，保管人或其僱員欺詐地、不誠實地或疏忽地作出或不作出任何作為而令計畫成員招致的直接損失，向計畫作出彌償；及

(b) 保管人須就任何可歸因於保管人的獲轉授人欺詐地、不誠實地或疏忽地作出或不作出任何作為所致的直接損失，向計畫作出彌償，彌償的幅度一如假若作出或不作出該等作為的是保管人本身一樣。

6.

(1) 除根據本附表第11條另有規定的情況之外，協議必須規定在以下任何事件發生之後，保管人須在切實可行範圍內儘快向受託人報告該等事件—

(a) 影響保管人作為計畫資產保管人的資格或他行使其職能的行為能力的重大改變；及

(b) 保管人的義務遭嚴重違反。

(2) 除根據本附表第11條另有規定的情況之外，協議亦必須規定保管人須定期(但在有關計畫的每一財政期內須不少於一次)向受託人提交報告，述明在

該報告所關乎的期間內是否有任何重大事件發生，如有任何該等事件在該段期間發生，則指明該等事件的細節。但是，如該事件已根據第(1)款報告，則無須在該報告中包括其細節。

7. 除根據本附表第11條另有規定的情況之外，協議必須規定保管人須在保管人的每個財政年度終結後的4個月內，向受託人提供—

(a) 一項陳述，表明該保管人的每名獲轉授人是否符合適用於該保管人的相同資格規定，如任何獲轉授人不符合規定，則指明不符合該等規定的程度；及

(b) 該保管人(如屬公司)的關於該財政年度的資產負債表及損益表的副本，以及就該等檔而作出的核數師報告的副本。

8. 協議必須規定保管人須備存計畫資產的準確紀錄，並容許核准受託人(包括就計畫所委任的該核准受託人的代理人及核數師)取用該等紀錄。

9. 協議必須規定保管人在行使其關乎有關的計畫的職能時須謹慎、有技巧地、努力和審慎行事，其程度須與合理地預期保管計畫資產的審慎人士會謹慎、有技巧地、努力和審慎行事的程度相同。

10. 協議必須以書面作出，並規定協議須受香港法律管限。但如有關資產保存於香港以外的地方，則次保管協議無須受香港法律管限。

11. 管理局可按其認為合適的條件，並藉採用其認為合適的方式發佈的書面通知，免除或變更本附表第2條的條文(就保管人的獲轉授人而言，則免除或變更本附表第2、5、6(1)(a)或(2)或7(a)條的條文)，但該項權力只可於以下情況下行使—

(a) 管理局認為該等條文造成過度困難；

(b) 管理局認為該等條文因某香港以外地方的法律而無法或不能被遵從；或

(c) 管理局認為該等條文不符合有關的計畫成員的利益。

12. 為免生疑問，現宣佈—

(a) 計畫資產—

- (i) 如包含由某保管人持有的現金，而該保管人是一間認可財務機構、合資格海外銀行或核准海外銀行的話，該等資產則可由該保管人以其銀行身分持有；及
- (ii) 可按任何中央證券寄存處慣常運作的條款由保管人及其獲轉授人寄存於(和按此存放於)該寄存處；及
- (b) 任何在註冊計畫的計畫資產上設定的產權負擔，如在設定時是符合本附表第3條所指的例外規定的，則在有關借款尚未完全清償的整段期間內維持有效。

### 附錄三

#### 韜睿惠悅 MFR 報告

韜睿惠悅的管理基金報告（簡稱「MFR 報告」）提供十六類香港退休基金之最新基金風險及回報。該季度報告自一九九九年刊列各參與基金之基金資產值、不同時段之回報表現及其風險、推出日期資產分佈收費等資料，亦列出各投資類別的同類基金風險回報中位數和四分位數，以及其投資指標，以供讀者宏觀分析各基金之優劣。截至二零一四年第一季，MFR 報告共收集十四間基金公司之一百五十四個香港退休計畫之退休基金。

#### 韜睿惠悅 MPF 報告

為了為強積金業界制定一套基金表現比較標準，韜睿惠悅由強積金成立之初（二零零零年十二月）開始編制季度強積金表現報告（簡稱「MPF 報告」）。除僱主營辦計畫外，報告包含所有強積金基金，其目的是為方便各成員在公平而客觀的情況下簡單比較各強積金供應商不同時段之回報及風險，從而從中選擇最合適的基金。本 MPF 報告因應各基金之特點與資產分佈，將各基金分為二十二個投資類別，並列出各投資類別的同類基金風險回報中位數和四分位數及其投資指標，以供成員參考及比較。除基金回報及風險外，此報告亦輯錄各基金之投資資產分配及各類別之資產分配走勢，方便成員瞭解各基金之獨有特點。

下表列出強積金獨有的投資規限：

	MFR 報告	MPF 報告
出版次數	季度報告	季度報告
推出年份	1999	2000
參與基金公司數目	14	21
參與基金數目	154	448
基金類別數目	16	22
基金總資產值	HK\$ 4,218 億	HK\$ 5,125 億
基金類別	混合資產基金（股票 > 80%） 混合資產基金（股票 60% - 80%） 混合資產基金（股票 40% - 60%） 混合資產基金（股票 20% - 40%） 香港股票基金 香港股票（指數追蹤）基金 大中華股票基金 美國股票基金 日本股票基金 亞洲股票（日本除外）基金 亞洲股票（日本及香港除外）基金 亞太股票（日本除外）基金 歐洲股票基金 環球股票基金 港元債券基金 亞洲債券基金 環球債券基金 保證基金 港元貨幣市場基金 人民幣及港幣貨幣市場基金 強積金保守基金 其他基金	增長基金 均衡基金 平穩增長基金 資本穩定基金 保證基金 香港股票基金 大中華股票基金 美國股票基金 日本股票基金 亞洲股票（日本除外）基金 亞洲股票（日本及香港除外）基金 歐洲股票基金 環球股票基金 環球債券基金 貨幣市場基金 其他基金

#### [免責聲明]

此文檔只作一般參考用途，不應被視為可代替具體的專業建議。特別是，韜睿惠悅無意將有關內容視為提供投資、法律、會計、稅務或其他專業意見，或任何建議，或構成做或不做任何投資決定之基礎。因此，不應據此做出投資或其他財務決策。在沒有征得具體專業意見前，不應做出有關決定。

本文檔是根據韜睿惠悅於截至發表日所知悉的資料而作出，並沒有考慮到該日期之後的後續發展情況。此外，過往表現並不預示將來表現。在編寫本檔時，韜睿惠悅的部份數據和資料來自於協力廠商，其準確性和完整性由協力廠商負責。

在未獲韜睿惠悅事先書面許可下，本文件不得複製或分發給任何其他人（無論是全部或部分），法律要求的除外。除非有相反的明確書面許可，就因使用或依賴本檔內容（包括所表達的任何意見）而產生的任何後果，韜睿惠悅及其關聯公司及其各自的董事、管理人員和員工均不承擔任何責任。]

## 參考資料

強制性公積金計畫管理局(MPFA)網站, <http://www.mpfa.org.hk/tch/main/index.jsp>

積金局收費比較平臺, [http://cplatform.mpfa.org.hk/MPFA/tc\\_chi/index.jsp](http://cplatform.mpfa.org.hk/MPFA/tc_chi/index.jsp)

公務員事務局網站

保險業監理處網站

教育局網站

Towers Watson Measurement of Investment Performance (MIP) Annual Report 2013,

韜睿惠悅投資顧問香港有限公司, 2014

Towers Watson MPF Annual Report 2013, 韜睿惠悅投資顧問香港有限公司,

2014

Towers Watson Quarterly MFR Report, 韜睿惠悅投資顧問香港有限公司, 2014年

3月

Towers Watson Quarterly MPF Report, 韜睿惠悅投資顧問香港有限公司, 2014年

3月

Towers Watson DC Governance Survey Report 2013, 韜睿惠悅投資顧問香港有限

公司, 2014

香港信託人公會網站

香港退休計畫協會《強積金制度十年投資表現回顧》

市場上的保險機構年金產品宣傳單張