



香港退休計劃協會

The Hong Kong Retirement Schemes Association

《兩岸四地養老金投資運營經驗比較研究 (2015) 》

香港退休計劃協會

研究小組成員： 劉嘉時 (研討會召集人)

陳偉森教授

李子恩

尚文慧

支援人員： 王靜雯

梁力生

〈目 錄〉

第一章: 兩岸四地養老金投資運營政策	4
1.1 香港養老金的主要種類	4
1.1.1 強制性公積金計劃 (“強積金”)	4
1.1.2 職業退休計劃	6
1.1.3 公務員退休保障	8
1.1.4 其他法定公積金計劃	9
1.2 退休計劃覆蓋率	9
1.3 養老金結構及相關主體職能	10
1.3.1 相關主體的獨立性	11
1.4 強積金投資運營的關鍵合同	12
1.4.1 信託契據	12
1.4.2 投資管控合約	12
1.4.3 保管協議	12
1.5 強積金中介人的規管模式	14
1.6 積金局對強積金基金管治及投資合規監察	15
1.7 強積金法例下的成員保障	15
1.7.1 專業彌償保險	15
1.7.2 補償基金	15
1.8 強積金及職業退休計劃統計數字	16
(按計劃種類劃分).....	16
(按基金種類劃分).....	16
1.9 最新發展	17
1.9.1 預設投資策略/核心基金	17
1.9.2 《2015 年強制性公積金計劃(修訂)條例》	17
1.9.3 用作計算強積金供款之入息水平自動調整機制	18
1.9.4 滬港通(作為強積金投資中國市場的途徑).....	19

1.9.5 MSCI 香港強積金指數(作為強積金表現比較基準).....	19
1.9.6 香港往後的退休保障安排	20
第二章: 兩岸四地養老金投資運營現狀	22
2.1 統計數據報告	22
2.1.1 韜睿惠悅 MFR 報告	22
2.1.2 韜睿惠悅 MPF 報告	22
2.1.3 退休計劃總覽	22
2.2 退休金在近年的表現	23
2.2.1 職業退休計畫	23
2.2.2 強積金計畫	24
2.2.3 業績回顧	24
第三章: 兩岸四地養老金投資運營的風險控制	31
3.1 監控措施	31
3.1.1 受託人的監控措施	31
3.1.2 保管資產	32
3.1.3 投資政策監控	32
3.1.4 專業彌償保險	33
3.1.5 投資委員會	34
3.2 第二環節的風險管控 – 基金經理層面	34
3.2.1 投資績效歸因分析	34
3.2.2 投資波幅計算方法	35
3.3 第三環節的風險管控 – 託管銀行層面	37
3.3.1 單個投資組合層面	38
3.3.2 資產配置層面	38
3.3.3 投資風格層面	39
四. 總結	40

《兩岸四地養老金投資運營經驗比較研究 (2015)》

第一章: 兩岸四地養老金投資運營政策

香港養老金投資運營的制度概覽及最新發展

1.1 香港養老金的主要種類

世界銀行於 1994 年所提倡退休保障制度的三根支柱分別為:

- 1) 由政府管理，用稅收資助的社會安全網；
- 2) 由私營機構管理的強制性供款計劃；
- 3) 個人自願性儲蓄和保險 (包括自願性職業或個人退休金計劃)。

該模式架構下，下圖展現香港養老保障體系：

層次	類型	適用人群	基本原則	責任主體
第三層	自願性職業年金 (ORSO 計劃)	僱員	自願性、共同利益、 分享性	僱主+個人
第二層	強制性職業年金 (MPF 計劃)	僱員及自僱者	強制性、共同利益、 分享性	僱主+個人
第一層	綜合援助計劃和 公共福利金計劃	滿 60 歲或傷殘； 65 歲或以上	公共性、福利性、共享性	政府

顯然，目前香港養老保障體系是針對就業人口而設。在本章節下「最新發展」將加以補充。

1.1.1 強制性公積金計劃 (“強積金”)

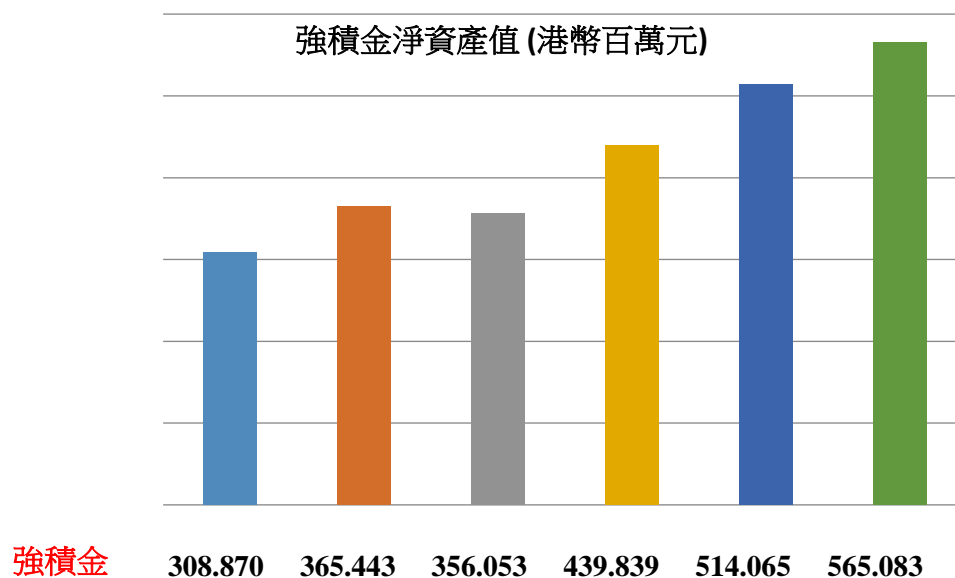
香港特別行政區政府於 1995 年制定《強制性公積金計劃條例》，有關附屬法例亦於 1998 年、1999 年和 2000 年通過。強積金制度在 2000 年 12 月開始推行，至今已有七成二香港總就業人口獲強積金計劃保障。

強積金是透過立法以私營機構管理的供款計劃，為就業人士而設的退休保障制度。《強制性公積金計劃條例》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劃。

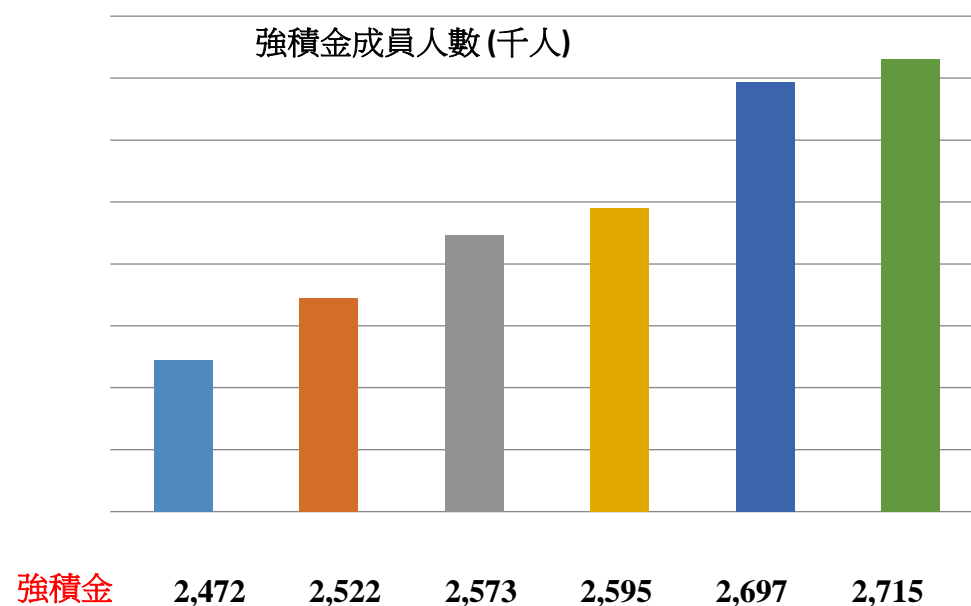
所有強積金都是界定供款計劃。計劃下的累算權益款項純粹取決於有關僱員向計劃所作(或僱主就他而作)的供款，以及相關計劃下的投資收益。

在強積金制度下，所有強積金計劃均須由積金局根據《強制性公積金計劃條例》核准的受託人處理行政事宜、管理及持有。計劃保薦人則負責設計和籌組強積金計劃，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 2014 年底，香港強積金計劃共有 272 萬名成員及港幣 5,651 億總資產值¹。從下圖可見，強積金成員人數和總資產值均整體持續上升。



[資料來源：積金局]



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 集成信託計劃 (Master Trust Scheme)

集成信託計劃的特點，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資料來源：積金局

1.1.1.2 行業計劃 (Industry Scheme)

行業計劃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」。參加行業計劃之後，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劃的話，該員工就可以不必改變強積金計劃，為的是希望藉此省去可能因轉變計劃帶來的支出。

1.1.1.3 僱主營辦計劃 (Employer Sponsored Scheme)

這是由單一僱主自行營辦的計劃，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。所有上述計劃的資產必須與僱主、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。

1.1.2 職業退休計劃

職業退休計劃本身是一種自願性成立的私營計劃，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劃。由於香港的職業退休計劃由私人公司自願營辦，它們會自行成立或委任退休計劃受託人 (Trustee) 以管理其退休計劃，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) 組成的退休計劃管理委員會對其退休計劃作管理。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) 為其退休計劃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／或退休計劃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。

退休計劃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。由於大型的退休計劃資產較多，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劃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。

職業退休計劃共分為三種，分別為

- 界定供款退休計劃 (defined contribution scheme)、
- 界定利益退休計劃 (defined benefit scheme) 和
- 混合型退休計劃 (hybrid pension scheme)，

並按相關信託契約及計劃的規則營運。

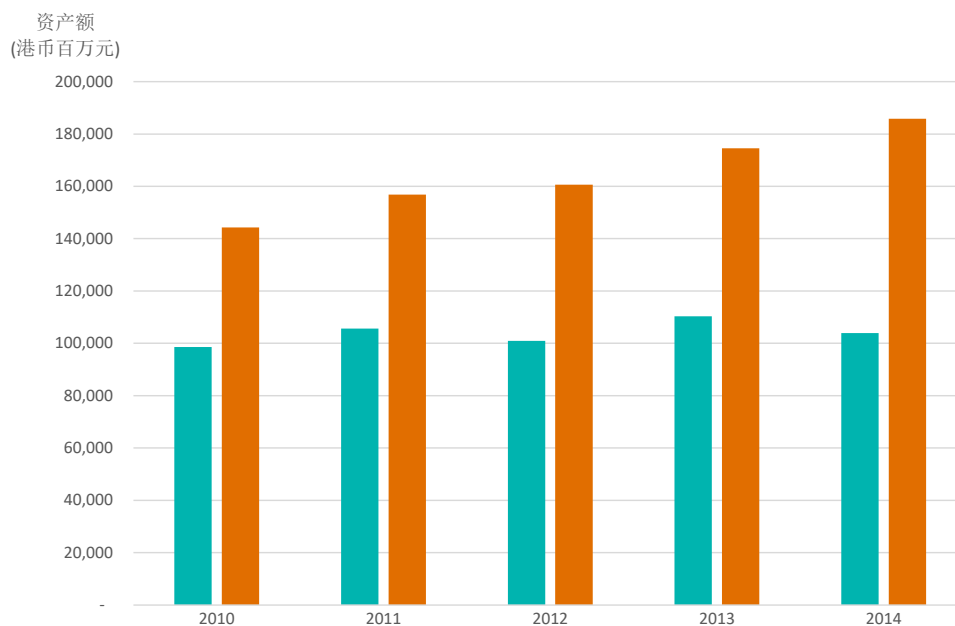
在 1992 年通過並在 1993 年 10 月運作的《職業退休計劃條例》，為該等計劃提供相關的監管及註冊制度，以確保該等私營計劃恰當管理及持有足夠的資產，從而提高計劃能對僱員所承諾支付的退休權益的保證。

《強制性公積金計劃(豁免)規例》就為上述職業退休計劃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劃，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《職業退休計劃條例》已申請註冊或豁免。換句話說，若僱員所參加的職業退

休計劃未獲強積金法例豁免，他們仍需向強積金計劃作出供款。以滿足法例要求。而獲有關豁免的計劃則被稱為強積金豁免職業退休計劃。

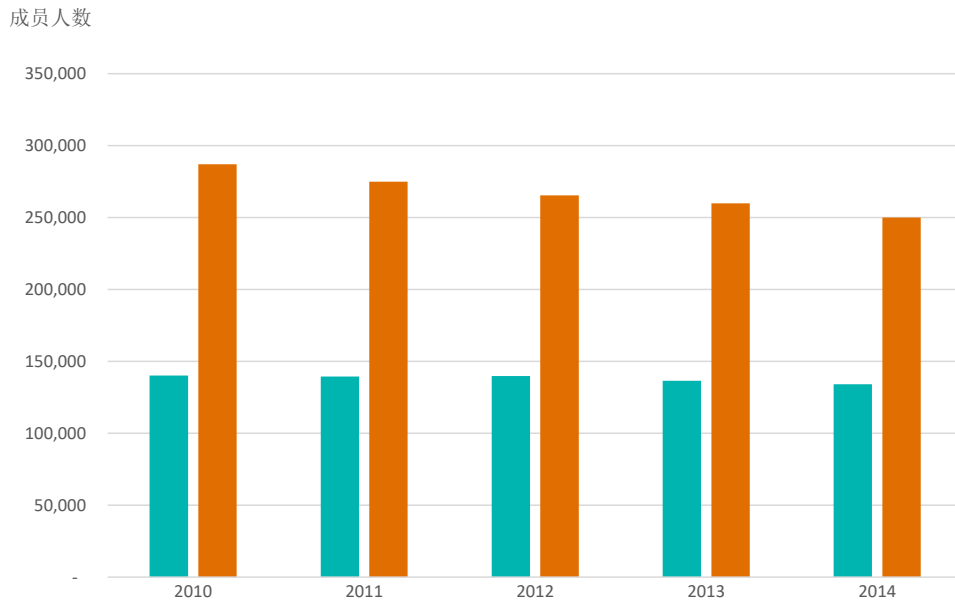
不少大型機構仍有透過公積金為其僱員提供退休福利。截至 2014 年底，香港職業退休計劃共有 38.4 萬名成員及港幣 2,898 億總資產值²。從下圖可見，雖然有不少職業退休計劃已經不再允許新成員加入，部份歸因於未能獲取強積金相關條例下的豁免，以至成員人數逐漸減少，但總資產值仍穩步向上（注：混合型退休計劃數據已包含在界定利益退休計劃內）。

注册职业退休计划的资产规模



界定利益退休计划	98,558	105,631	100,933	110,333	103,929
界定供款退休计划	144,326	156,818	160,619	174,562	185,847
总数	242,884	262,449	261,552	284,895	289,776

² 資料來源：積金局



界定利益退休計劃	140,032	139,458	139,735	136,400	134,126
界定供款退休計劃	286,890	274,787	265,397	259,829	249,998
總數	426,922	414,245	405,132	396,229	384,124

[資料來源：積金局]

1.1.3 公務員退休保障

截至 2014 年 12 月，按公務員聘用條件受僱的人員約有 163,000 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劃，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匯基金。

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劃。

公務員公積金計劃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劃所組成，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，及對公積金計劃的整體財政承擔，會保持在不超逾薪酬開支 18% 的水準。

1.1.4 其他法定公積金計劃

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劃，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。

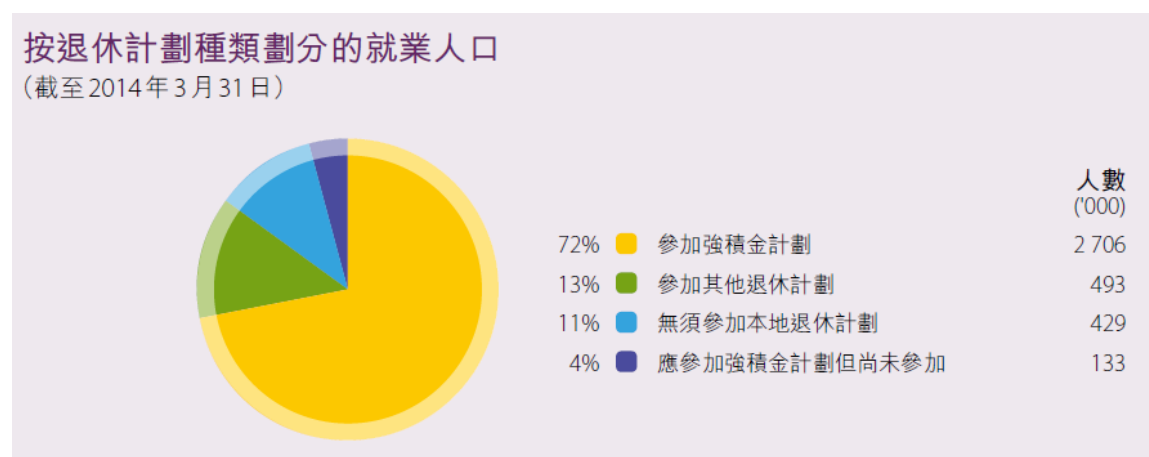
受僱於補助/津貼學校並獲批准的每名教員(臨時教員、非合格教員和在 55 歲或之後首次受聘於補助/津貼學校的教員除外)，須向補助/津貼學校公積金供款，兼職教員或本身為修道會成員的教員可選擇向基金供款。簡單而言，供款比率為供款人薪金的 5%。同時，政府亦會為供款人作出相等於供款人底薪的若干百分率的供款。

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《職業退休計劃條例》和《強制性公積金計劃條例》。

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 8 月 31 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 714 億及港幣 32 億 (資料來源：教育局)。

1.2 退休計劃覆蓋率

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劃保障。計及其他退休保障計劃，截至 2014 年 3 月，香港就業人口的退休計劃覆蓋率為 85%，詳情如下：

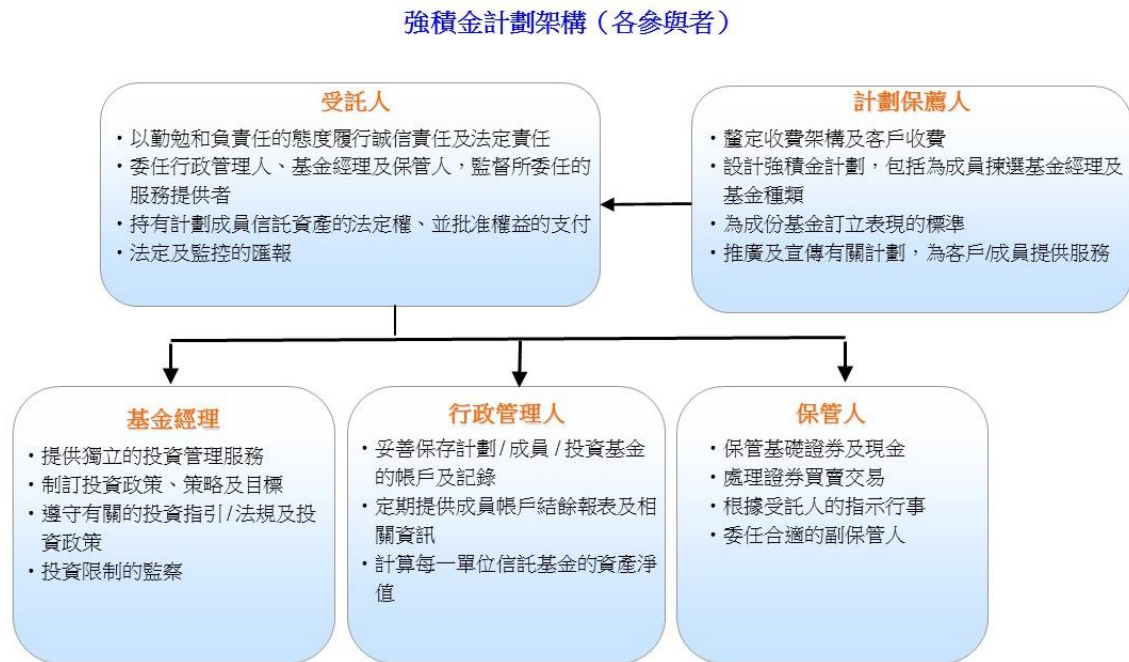


[資料來源：積金局]

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大部份以信託為基礎。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劃的資產提出索償。同樣原則亦適用於受託人的所委任的服務提供者。

計劃保薦人/企業通過委任受託人成立有關計劃，受託人再以信託方式持有資產及負責養老金的主體運作，包括委任計劃服務提供者，即投資經理、帳戶管理人、託管人，當中各有如下圖的職能 (以強積金計劃架構作參考)：



值得注意的是受託人是有關計劃的軸心，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劃的管理而執行以下職責。

- 以合理地預期對熟悉註冊計劃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；
- 確保計劃的資金投資於不同投資專案，以盡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；
- 為計劃成員的利益而非為受託人本身的利益行事的職責；
- 按照計劃的管限規則行事的職責；
- 對為計劃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。

倘若有關計劃是一職業退休計劃，計劃保薦人將是公司企業(即，僱主)。若該計劃是一界定利益計劃，當中主體更須有認可的精算師，其職能主要是至少每隔三年審視計劃資產是否能滿足計劃的既有總負債及審視計劃有否根據精算師報告對計劃注入資金，並為計劃簽發足額/不足額證明書。在精算師的審視過程中，成員可享的利益服務年期，預計的人工升幅，計劃資產的投資表現等因素均會計算在內。

同樣地，在《職業退休計劃條例》下的受託人亦有其指定職責，主要是就有關計劃向職業退休計劃監理處(即，積金局)匯報計劃事項。這與職業退休計劃的發展歷程和性質，不無關係。這些受託人(也可以是個人身份以委員會出現，他們大多是有關僱主內的高管或專業人士，常見於大型企業及學校社團)的真正權責大多載於有關計劃的信託契約，不同計劃之間亦可有所差異。

值得一提的是，若職業退休計劃的信託契約沒有列明准許投資項目，有關計劃的投資須跟從《受託人條例》中附件二之“特准投資項目”投資。例如，所投資的股票須：

- 1) 在《證券及期貨條例》下認可的市場或指定交易所上市；
- 2) 市值不少於港幣 50 億或等值外幣；
- 3) 在過去五個歷年中有三年分派有現金成份股息的記錄。

所投資的互惠基金及單位信託基金須已在《證券及期貨條例》下認可。所投資的債務證券亦須符合指定的信貸評級。

與此同時，若職業退休計劃並非以信託成立，而是以保險安排運作，則有關安排必須經由獲授權保險人簽發及進行。保險業監理處會為此等安排進行監察。

1.3.1 相關主體的獨立性

在法例層面，職業退休計劃的相關主體獨立性主要是體現在精算師及律師與僱主之間。他們不能是僱主的僱員或關連人士。這不難理解，因他們需要為僱主簽發不同的證明書藉以申請及/或維持計劃註冊資格。相比之下，有關獨立性的要求在強積金則較為顯著。

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劃委任

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劃/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，承諾在處理與該計劃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劃，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劃的管限規則，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）。

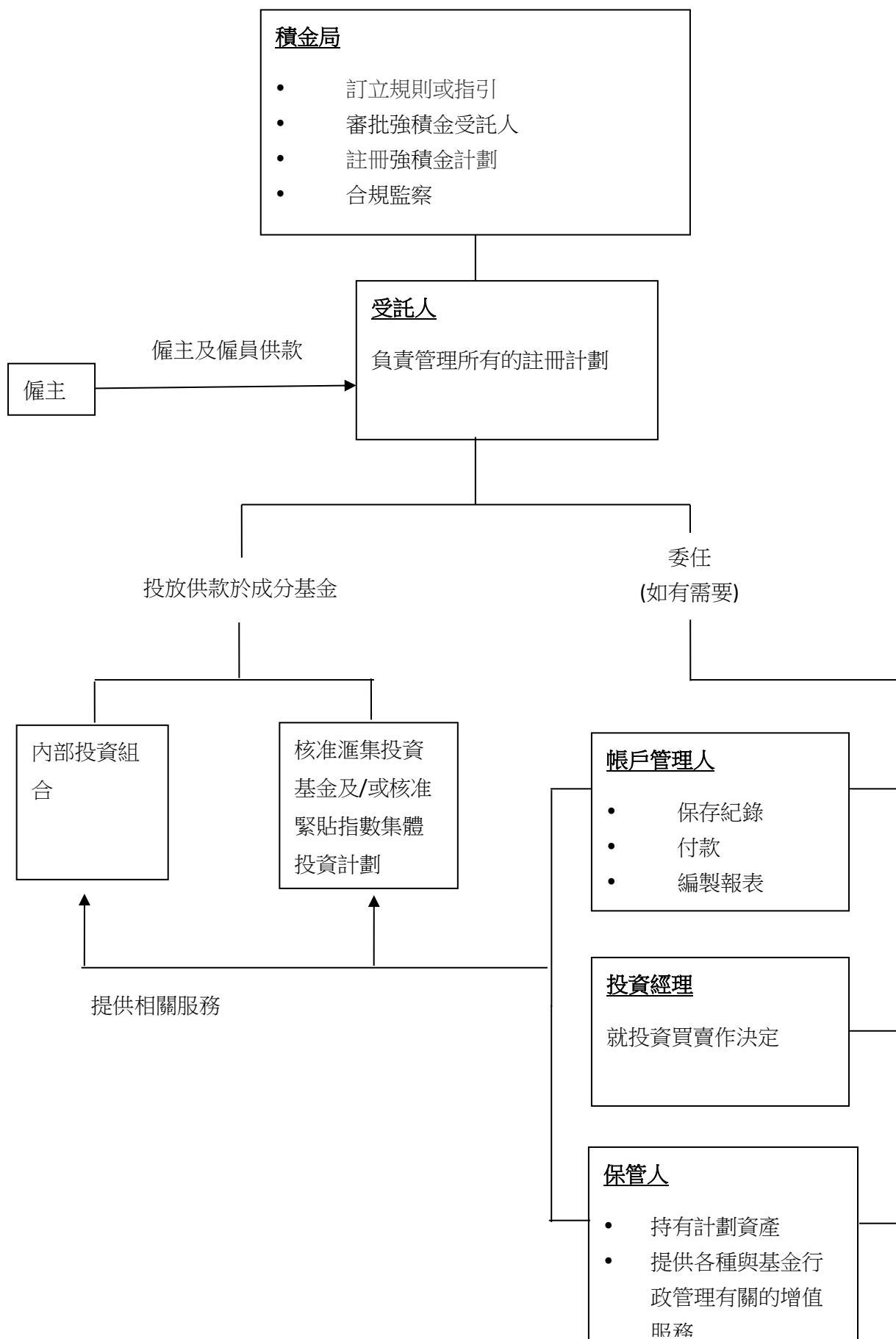
1.4.3 保管協議

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。

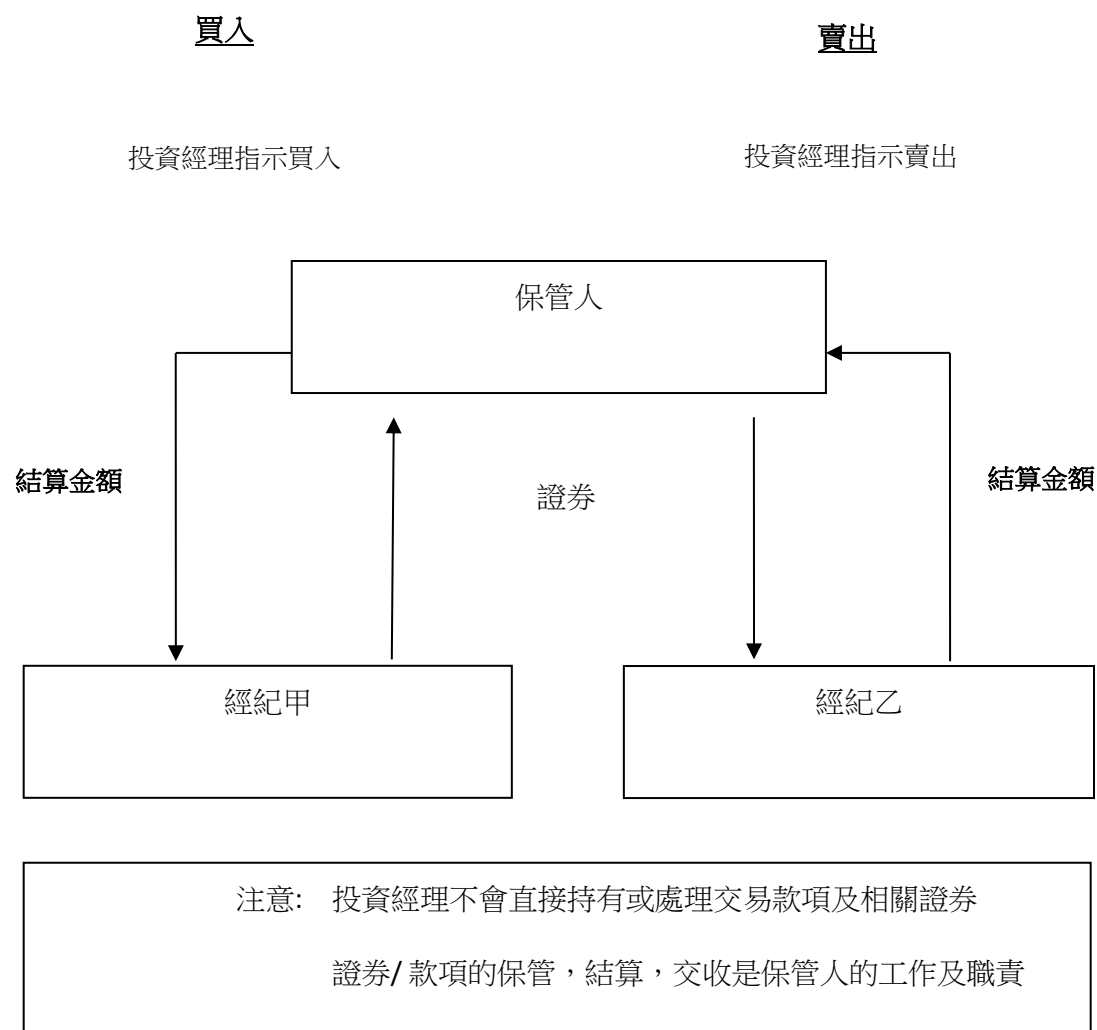
<u>核准信貸評級機構</u>	<u>對短期債務的最低信貸評級</u>
惠譽國際評級有限公司(Fitch)	F1
評級投資訊息中心(R&I)	a-1
穆迪投資者服務公司(Moody's)	優質-1
標準普爾公司(S&P)	A-1

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作參考：



投資結構 (簡化版)



1.5 強積金中介人的規管模式

在機構為本的規管模式下，積金局為處理強積金中介人註冊的機構，並向註冊強積金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。「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中介人。

強積金中介人從事強積金銷售及推廣活動，以及為有關註冊計劃提供意見時，均須遵守積金局刊發的《註冊中介人操守要求指引》。當中，如中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〈強制性公積金計劃條例〉規管註冊計劃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《強制性公積金計劃條例》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，以審查各項計劃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

《強制性公積金計劃條例》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劃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，《強制性公積金計劃條例》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劃的管理有關的人士因失當或違法行為，而引致強積金計劃成員的累算權益受損時，向計劃成員作出補償。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劃資產淨值的 0.03%。而征費則從計劃成員的權益中扣除。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，市場價格波動或計劃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劃統計數字

強積金(截至 2015 年 2 月底)

核准受託人 (Approved Trustees)	<u>19</u>
強積金計劃 (MPF Schemes)	<u>38</u>
(按計劃種類劃分)	
- 集成信託計劃 (Master Trust Schemes)	35
- 行業計劃 (Industry Schemes)	2
- 僱主營辦計劃 (Employer Sponsored Schemes)	1
成分基金 (Constituent Funds)	<u>458</u>
(按基金種類劃分)	
- 混合資產基金(Mixed Asset Funds)	171
- 股票基金 (Equity Funds)	167
- 債券基金 (Bond Funds)	48
- 強積金保守基金 (MPF Conservative Funds)	38
- 保證基金 (Guaranteed Funds)	25
- 貨幣市場基金及其他基金 (Money Market Funds and others)	9
核准彙集投資基金 (Approved Pooled Investment Fund)	<u>303</u>

職業退休計劃(截至 2014 年 12 月底)

	界定 供款計劃 Defined Contribution Schemes	界定 利益計劃 Defined Benefit Schemes	總數 Total
獲強積金豁免 MPF Exempted	3,437 (91%)	321 (9%)	3,758 (100%)
沒有強積金豁免 Non-MPF Exempted	949 (81%)	229 (19%)	1,178 (100%)
總數 Total	4,386 (89%)	550 (11%)	4,936 (100%)

[注: 混合型退休計劃數字計算在界定利益退休計劃內。]

資料來源: 積金局

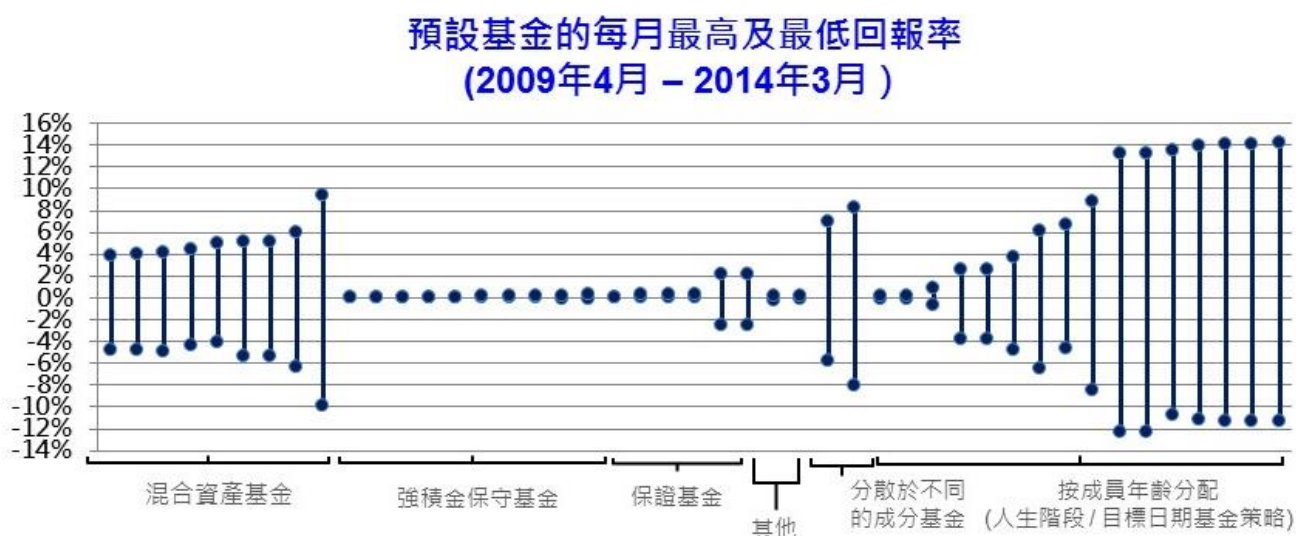
1.9 最新發展

1.9.1 預設投資策略/核心基金

積金局於 2015 年 3 月完成三個月的諮詢，建議加強規管強積金的預設安排，引入採用「預設投資策略」的「核心基金」。

在現行強積金制度下，計劃成員有權選擇投資基金，為自己作出投資選擇。對於沒有選擇基金的計劃成員，相關計劃的受託人會按照預設安排，把計劃成員的供款投資於計劃規則所指明的一個或多個基金。目前，不同的強積金計劃有不同的預設安排，其風險水平及投資回報差異頗大。

強積金基金回報分布圖



新建議設立「預設投資策略」，策略有兩大特色，包括隨著年齡增加控制風險，收費上限定於每年不超過百分之 0.75。在控制風險方面，「預設投資策略」以 50 歲作為分水嶺，投資風險隨年齡增加，而自動降低。即是 50 歲或以下的積金成員，投資可以較進取。四成強積金置於風險低的資產，例如環球債券。其餘六成配置風險較高的投資，例如環球股票。50 歲起將逐步調低投資風險。當屆 65 歲時，投資於低風險資產會增至八成。保障他們在臨近退休的時候免受到投資市場衝擊。

另外，在收費上限方面，積金局表示，新建議中年度百分之 0.75 的法定管理費上限只是起點，將來會留意有沒有下調空間，亦都期望設定這個上限後，將來會引入更多低收費的基金加入市場。

香港政府計劃在今年底前將建議提交給立法會，預計明年底前推出。與此同時，積金局會繼續與業界就各項細節制訂相關標準，包括基金結構、披露規定、基準機制及收費計算方法等。

1.9.2 《2015 年強制性公積金計劃(修訂)條例》

香港立法會於 2015 年首季通過《2015 年強制性公積金計劃(修訂)條例》。其中有關「分階段提取強積金累算權益」及「罹患末期疾病時提早提取權益」之內容與投資營運有直接關係。

在舊有強積金制度下，當成員到達 65 歲時，他可選擇以下其中一種方法處理自己的強積金累算權益：

- 一筆過提取所有強積金累算權益，
 - 把累算權益保存在強積金制度內繼續滾存及投資(可選擇把累算權益保存在現有的強積金計劃內，或將整筆資產轉移至其他強積金計劃)。
- (i) 為了讓計劃成員更靈活運用退休儲備，積金局在新的修訂條例下，容許計劃成員於退休後選擇分階段提取強積金。積金局現正與受託人籌備實施有關修訂，並將於落實後公布詳情。
- (ii) 另外，現時計劃成員可基於提早退休、永久離開香港、死亡、完全喪失行為能力、以及小額結餘帳戶的理由，提早提取累算權益。《修訂條例》建議把罹患「末期疾病」新增為計劃成員提早提取累算權益的理由。「末期疾病」是指，導致計劃成員的預期壽命縮短至十二個月或以下的疾病，並須由註冊醫生或註冊中醫證明。預期壽命為十二個月的建議，是公眾諮詢及與醫療專業團體討論所得的結果，亦參考了海外做法。設定清晰的時間限制將為醫療人員是否向計劃成員提供證明作出明確指引，而客觀的定義可使申索程序直截了當及在運作上具備效率。
- (iii) 對於投資方面，新修訂的條例亦就積金局批核強積金計劃和成份基金的權力加以修訂。列明若積金局未能滿意相關計劃或基金是以成員利益為依歸，他們可拒絕該計劃或基金的申請，以進一步保障成員利益。計劃/基金的結構及以費均是積金局考慮的因素。

1.9.3 用作計算強積金供款之入息水平自動調整機制

積金局曾於 2015 年 1 月發表「引入最低及最高有關入息水平自動調整機制」的諮詢文件。

在現行法例下，僱員或自僱人士的有關入息如低於最低有關入息水平，便無須向強積金作出供款。然而，僱主向僱員的強積金計劃帳戶作出僱主強制性供款的責任則不受最低有關入息水平所影響。在最高有關入息水平方面，僱員或自僱人士的入息如超逾最高有關入息水平，便無須就超逾該水平的有關入息的款額作出強制性供款。同樣地，僱主亦無須就超逾該水平的款額的部分為僱員作出僱主強制性供款。

最低及最高有關入息水平有需要隨着時間作出調整，以反映工作人口的入息分佈的改變。在現行法例列明有關的調整機制。積金局必須每四年對最低及最高有關入息水平進行不少於一次檢討，以確定是否有理由修訂該兩個水平。另外，積金局進行檢討時必須考慮以下兩個調整因素：(a)就最低有關入息水平而言—每月就業收入中位數的 50% 之數（「收入中位數的 50% 之數」）；及(b)就最高有關入息水平而言—每月就業收入分佈中第 90 個百分值的每月就業收入（「第 90 個百分值的收入」），而兩者都是由政府統計處進行的綜合住戶統計調查所得出，於積金局檢討期間屬現行的數據。

現行的機制雖然具靈活性，但由於結果很難預料，所以會增加行政工作的變數和運作成本。故此，積金局建議引進一個全自動化及客觀的調整機制，其主要元素如下：

- (a) 最低及最高有關入息水平將分別按照下文(b)及(c)項所載的基準因素同時釐定，每兩年釐定一次；
- (b) 釐定每月最低有關入息水平所採用的基準因素，將相等於所有 18 歲至 64 歲的受僱人士（不包括外傭）的每月就業收入中位數的 55%之數，並把數額向上捨入至最接近的\$100；及
- (c) 釐定每月最高有關入息水平所採用的基準因素，將相等於所有 18 歲至 64 歲的受僱人士（不包括外傭）的每月就業收入分佈中第 90 個百分值的收入，並把數額捨入至最接近的\$2,500，但每次增幅不得超逾\$5,000。

然而，鑑於公眾諮詢結果顯示有關建議缺乏支持，公眾對建議的個別元素亦持不同意見，是次建議的自動調整機制將不獲推行，而現行調整機制則被繼續沿用。

1.9.4 滬港通(作為強積金投資中國市場的途徑)

於 2014 年 11 月 17 日，滬港股票市場交易互聯互通機制試點計劃（滬港通）正式啟動。滬港通是打通香港與上海股票市場，讓合資格內地投資者可首次透過上海證券交易所（「上交所」）直接買賣在香港聯合交易所有限公司（「聯交所」）上市的合資格股票。同時，香港及海外投資者亦可首次透過聯交所直接買賣在上交所上市的合資格 A 股。

根據現行的強積金投資規例，由於內地交易所並非強積金制度下的核准交易所，所以強積金基金最多只可把 10%的資產投資於內地上市的股票，該等投資亦須符合強積金的其他規定。滬港通實施後，有關條例未見放寬，換言之，相關機制對強積金市場的影響可能有限。

市場預期，「滬港通」能夠擴闊中港市場的深度和廣度，長遠對股市或有正面的影響，不過有關措施現在仍處於開通初期，對強積金的實際影響仍有待觀察。

1.9.5 MSCI 香港強積金指數(作為強積金表現比較基準)

MSCI 公司於 2013 年推出 50 多種香港強積金指數，用作為強積金表現比較基準。總括來說，MSCI 香港強積金指數群可分為三大類：

- (a) MSCI MPF Domestic Indexes (本地指數組) --- 為符合積金局最低 30%港元資產之規定，這類型指數組會包含最少三成純港元之 MSCI MPF Hong Kong Index。
- (b) MSCI MPF Hedged Indexes (對沖指數組) --- 為符合積金局最低 30%港元資產之規定，這類型指數組會以港元為結算單位。而所有外幣資產每月都以 35%比重對沖兌換港幣風險。
- (c) MSCI MPF Unhedged Indexes (非對沖指數組) ---這類型指數組不以符合積金局最低 30%港元資產之規定為考慮。當運用這類型指數作為強積金表現比較基準，要特別注意這一點。

另外，MSCI MPF Hong Kong Index 以港元為結算單位，包含 180 適合強積金投資者的資產類別，及符合積金局的合項投資規定而建製。下圖顯示這指數在過往約十五年之表現：

Cumulative Index Performance — Gross Returns (Nov 2000 – Feb 2015) — HKD



Annual Performance (%)

Year	MSCI MPF Hong Kong	MSCI Hong Kong
2014	6.08	5.09
2013	5.32	11.14
2012	24.57	28.01
2011	-18.50	-16.10
2010	10.54	23.55
2009	63.57	60.23
2008	-50.97	-51.51
2007	52.41	41.57
2006	52.59	30.75
2005	11.11	8.13
2004	15.43	25.12
2003	57.24	37.49
2002	-11.49	-17.78
2001	-17.86	-18.64

[資料來源：MSCI 公司]

1.9.6 香港往後的退休保障安排

世界銀行於 1994 年提出三根支柱的退休保障方案。2005 年，世界銀行進一步提出更完善的長者入息保障的零支柱；以強制性、公營管理、隨收隨支、確定給付為特色的第一根支柱（即公共退休保障金）；由強制性職業或個人的退休保障計劃構築的第二根支柱、自願性儲蓄所構築的第三根支柱；以及以家庭和其他非參與的支援所構築的第四根支柱。

世界銀行五根支柱概念					
	0	1	2	3	4
現有的退休保障措施	<ul style="list-style-type: none"> • 高齡津貼 • 長者生活津貼 • 傷殘津貼 • 綜合社會保障援助 	/	<ul style="list-style-type: none"> • 強積金 • 職業退休計劃 (ORSO) • 舊制公務員長俸 	<ul style="list-style-type: none"> • 自願性強積金供款 • 個人儲蓄 	<ul style="list-style-type: none"> • 醫療券 • 長者交通津貼 • 子女供養 • 非正式支援

香港學者普遍認為，香港長者退休保障體系中的五根支柱雛形已現，但第零根支柱提供的保障還遠不足夠，亦缺少第一支柱的支撐。關於第三根及第四根支柱的穩定性，不少學者關注到人口老化和傳統孝道觀念的弱化，可能為香港人的儲蓄習慣以及家庭的支援作用、帶來改變和衝擊。社會上有不少聲音認為政府必須加強零支柱、鞏固第二、第三和第四根支柱，並著力構建第一支柱去減少長者貧窮，保障長者能享受安穩的晚年。

香港政府於 2013 年委託香港大學周永新教授及其團隊對香港現行的社會保障制度及有關的退休保障措施、作深入的分析和研究。並對當時政黨和民間團體提

出關於退休保障的建議，作分析及三十年的推算，以明白各建議可能產生的影響，包括：對長者退休生活所能提供的保障、會否拖累香港未來經濟的發展、僱主和僱員對額外供款的接受程度和負擔能力、對公共財政加諸的壓力等。

研究團隊收集到的政黨及關注團體的退休保障方案，大致分為三大類：〔第一類〕是全民劃一給付金額及不設入息和資產審查；〔第二類〕是多層退休生活保障；〔第三類〕是年金計劃。進入推算階段，研究團隊在第一類中選取了三個方案、第二類中選取了兩個方案、第三類中選取了一個方案，總計六個方案，來進行推算和資料測算工作。

周永新教授及其團隊之研究報告於 2014 年 8 月發表。但政黨、關注團體及各階層對香港退休保障的未來發展存在嚴重意見分歧。估計政府於 2015 年底推出香港退休保障之諮詢文件。

2015 政府財政預算案

今年的政府財政預算案提及扶貧委員會將在今年下半年再就退休保障諮詢公眾並預留五百億元承擔有需要長者的退休保障。以下段落是預算案中有關「退休保障」的節錄，當中的內容倒值得面對人口老化的已發展國家/地區深思：

144. *我們必須關注退休保障安排的可持續性。「隨付隨支」的退休保障安排，是用當代僱員和僱主的供款，支付上一代退休人士的退休金。換句話說，這一代人退休後，他們的退休保障便由下一代承擔。*

145. *不少國家的經驗告訴我們，隨著人口老化，受養人口增加和就業人口減少，「隨付隨支」的退休保障安排最終難以維持，導致受養人口的保障減少，或就業人口的負擔增加。在討論退休保障安排時，我們需要仔細考慮這個情況的後果。*

(在編寫本章節時，希臘金融危機仍未解決。據媒體報導，這與希臘政府拒絕應債權人要求削減現時以 16% 的經濟產出，用作支付養老金有關。)

第二章: 兩岸四地養老金投資運營現狀

2.1 統計數據報告

本章节在基于对现有香港退休计划及强积金的研究的基础上，提供最新的统计数据和政策动向。我们用香港的政府公开数据以及韜睿惠悅 (Towers Watson) 的 MFR 和 MPF 的报告为参考基础。

在介绍分析结果之前，我们首先回顾韜睿惠悅的 MFR 報告和 MPF 报告包含哪些内容。

2.1.1 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。

2.1.2 韜睿惠悅 MPF 報告

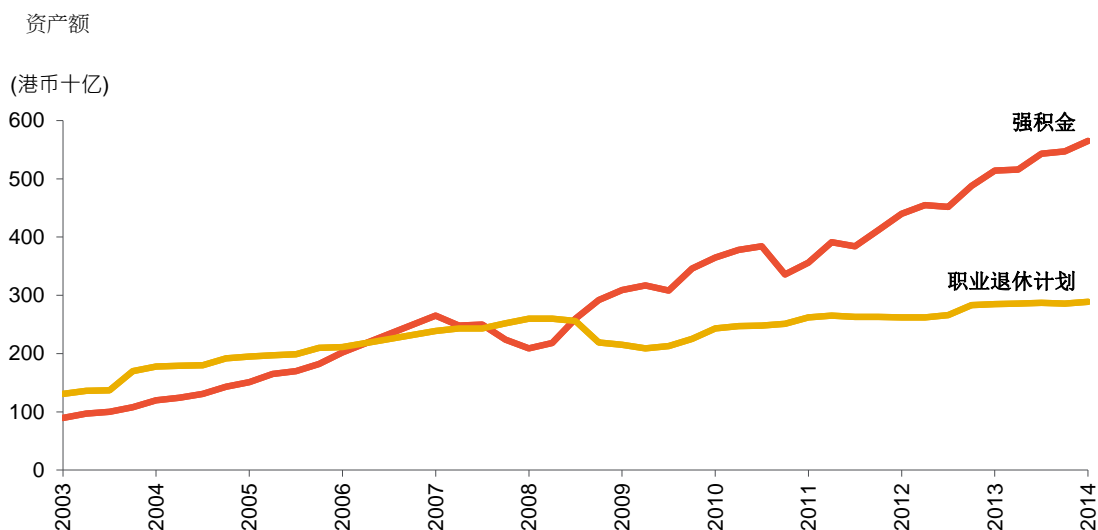
為了為強積金業界制定一套基金表現比較標準，韜睿惠悅由強積金成立之初（二零零零年十二月）開始編製季度強積金表現報告（簡稱「MPF 報告」）。除僱主營辦計劃外，報告包含所有強積金基金，其目的是為方便各成員在公平而客觀的情況下簡單比較各強積金供應商不同時段之回報及風險，從而從中選擇最合適的基金。本 MPF 報告因應各基金之特點與資產分佈，將各基金分為二十二個投資類別，並列出各投資類別的同類基金風險回報中位數和四分位數及其投資指標，以供成員參考及比較。除基金回報及風險外，此報告亦輯錄各基金之投資資產分配及各類別之資產分配走勢，方便成員了解各基金之獨有特點。

2.1.3 退休計劃總覽

如以往研究報告提到，香港有两种主要的退休金，即职业退休计划和强积金计划。

回顾 2014 年，从就业人口的退休金选择分布来看，大约有 9% 的就业人口加入了职业退休计划，而加入强积金的就业人口则占到了整个就业人口的 72%。

就资产规模而言，如下图所示职业退休计划的资产额增长缓慢，而强积金的资产规模却继续保持着强劲的增长势头。



2.2 退休金在近年的表現

那麼這兩種退休金在近年的表現各有什麼特點呢？本章節通過以下幾個部分來逐一介紹香港職業退休計畫和強積金計畫的最新資料摘要，並且在最後一部分回顧並比較這兩種退休金的短期、中期和長期業績。

2.2.1 職業退休計畫

為方便對職業退休計畫的最新情況有完整性的瞭解，我們首先簡要回顧該計畫的主要內容和特點。

什麼是香港的職業退休計畫？

香港的職業退休計畫通常是由私人公司成立或委任退休計畫受託人，或者由公司代表組成的退休計畫管理委員會，委託投資經理進行投資管理。資產的保管則由受委託的託管人來進行。

它包括哪幾部分？

香港的職業退休計畫主要分為三類：界定供款退休計畫 (defined contribution pension scheme)，界定利益退休計畫 (defined benefit pension scheme) 和混合型退休計畫 (hybrid pension scheme)。

主要以什麼樣的投資形式進行投資？

職業退休計畫的投資方式主要有兩種。一種是通過獨立帳戶進行投資。這種比較適合資產金額規模較大的退休基金。另一種是通過和其它帳戶一同進行投資活動。這種類型被稱為彙集投資基金，比較適合資產金額規模較小的退休基金。

縱觀香港退休基金的發展趨勢，職業退休計畫的資金規模在最近五年的發展速度逐漸放慢。這是由於許多界定利益退休計畫已經停止接受新成員和許多僱主傾向於將現有的界定供款退休計畫的成員轉去強積金計畫。這個趨勢在日益下降的成員數目（請參見成員人數圖表）即有所體現。糾其根本，在香港政府鼓勵在港就業成員加入強積金計畫的同時，越來越多的僱主由於強積金的方便性和低成本性（相對於職業退休基金）而青睞於僱員加入強積金計畫。

2.2.2 強積金計畫

為方便對強積金計畫的最新情況有完整性的瞭解，我們首先簡要回顧該計畫的主要內容和特點。

什麼是香港的強積金？

強積金是基於香港特別行政區政府制定的《強制性公積金計畫條例》及其相關法例，於2000年12月開始推行的。

它包括哪幾部分？

強積金計畫可分為三種，其中包括集成信託計畫、僱主營辦計畫及行業計畫。

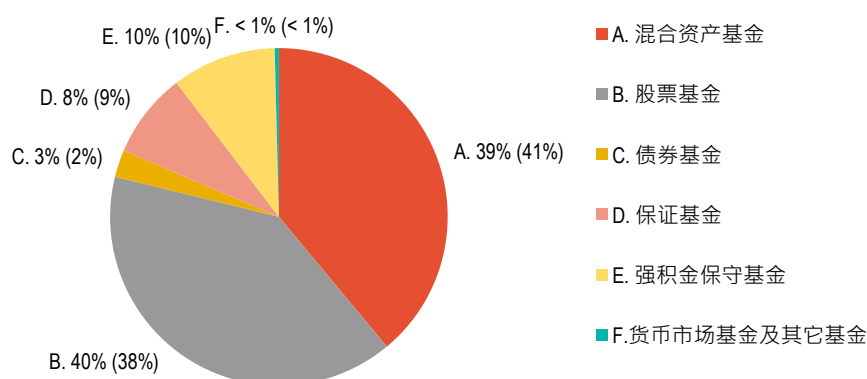
主要以什麼樣的投資形式進行投資？

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。計劃保薦人則負責設計和組合強積金計畫，包括揀選受託人、基金經理及基金種類。故此，基金管理人根據綜合信託契約以及其投資協議的條款及細則，組合不同的核准匯集投資基金以供成員選擇。

2.2.3 業績回顧

此部分比較職業退休基金計畫和強積金計畫的投資業績。比較方法和參考資料與去年的研究報告一致，即我們參考了投資顧問公司韜睿惠悅的季度 MFR 報告及 MPF 報告，對主要比較兩種計畫的混合資產基金的績效表現進行比較。

強積金計畫總淨資產百分比

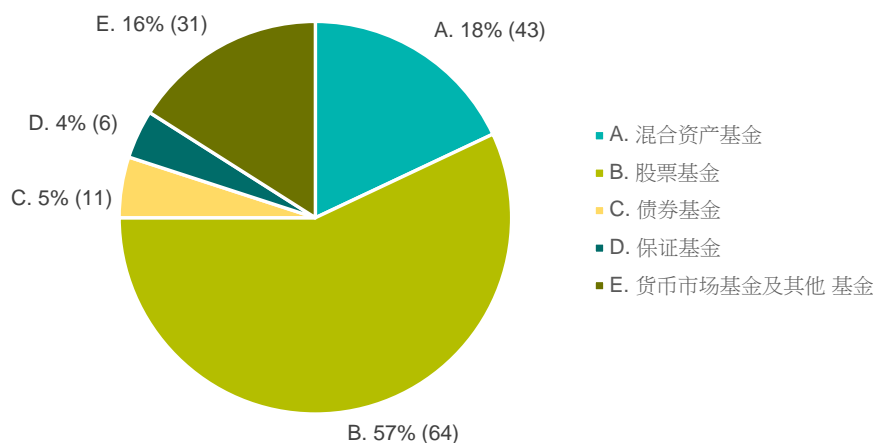


[资料来源：基金局，截至2014年12月底，括号内为2014年3月数据]

如上圖所示，股票基金為最大基金類別，占強積金基金資產投資總額的四成。混合資產基金以緊緊 1% 的差距緊隨其後。可以看出參與強積金的就業人口對這兩種基金的青睞。

下圖顯示界定供款退休計畫總淨值分配情況（括弧內為基金數目）。股票基金同樣占到了最大比例。但是儘管混合資產基金為第二大基金類別，卻僅有兩成基金資產投資於此類別。這是由於 MFR 報告的總淨資產值不僅包括退休計畫資產，而且包含其他零售基金資產。故兩圖不能做直接比較。

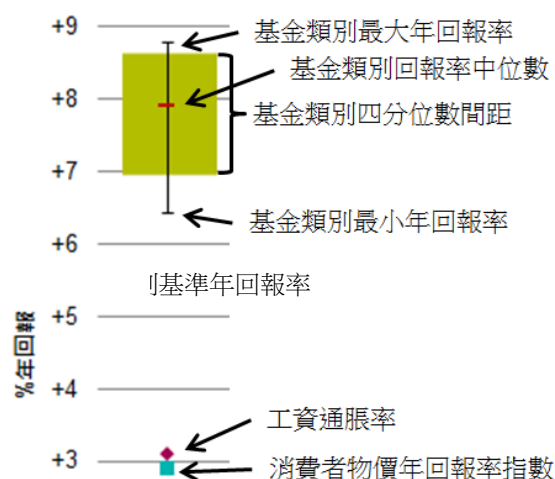
界定供款退休計畫總淨資產值百分比（括弧內為基金數目）



[資料來源：韜睿惠悅季度 MFR 報告（截至2014年12月底）]

瞭解了資產分配的不同之後，接下來的部分主要比較兩種計畫所投資的混合資產基金在不同時期的績效。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，以示此類基金以短、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劃四類混合資產基金（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。

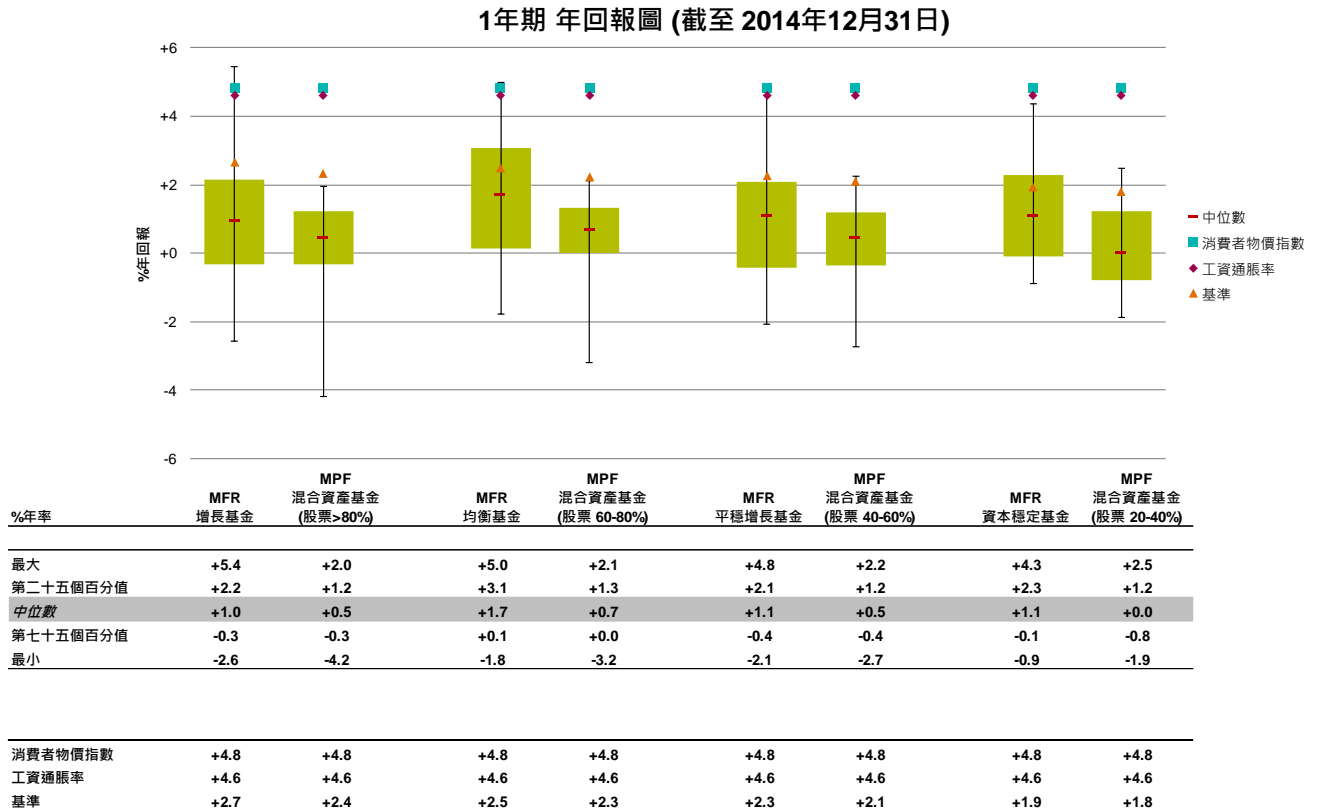


下表列出了韜睿惠悅 MPF 報告及 MFR 報告內四個混合資產基金的基準：

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
全球股票	90	70	50	30		
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 (香港及日本及中國除外)
全球債券	7	25	45	60	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)
現金	3	5	5	10	積金局訂明儲蓄利率	美國三月國庫券

如上表所示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。而全球股票則包括香港、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。

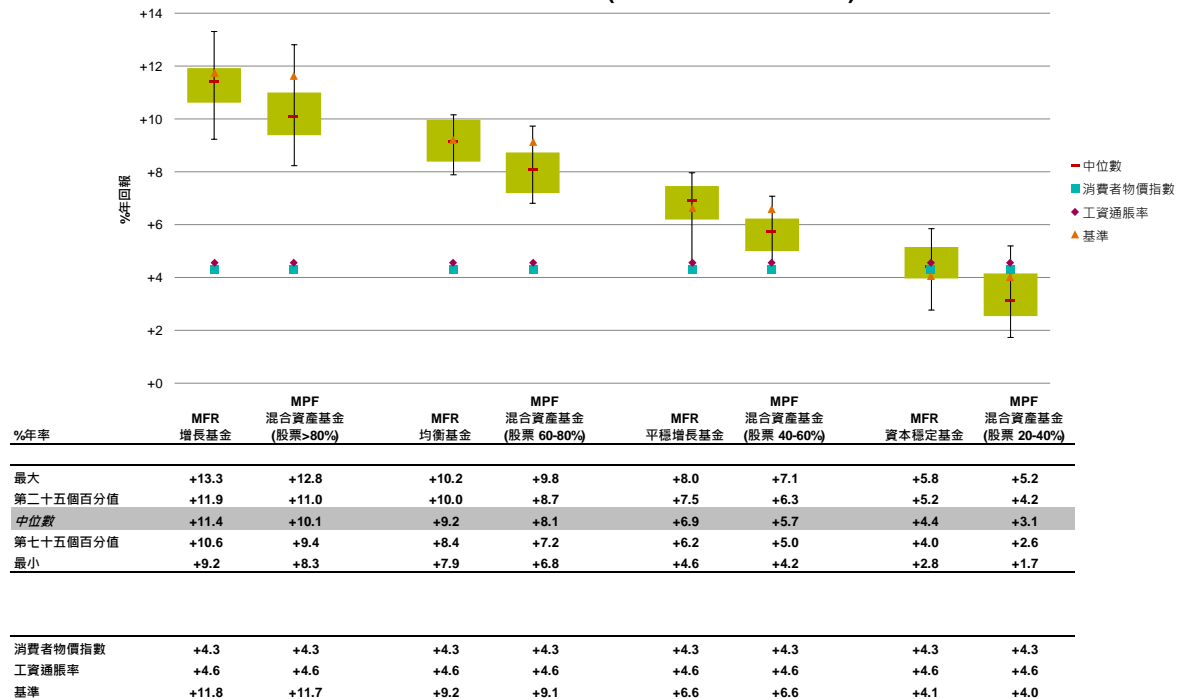
短期回報比較（一年期）



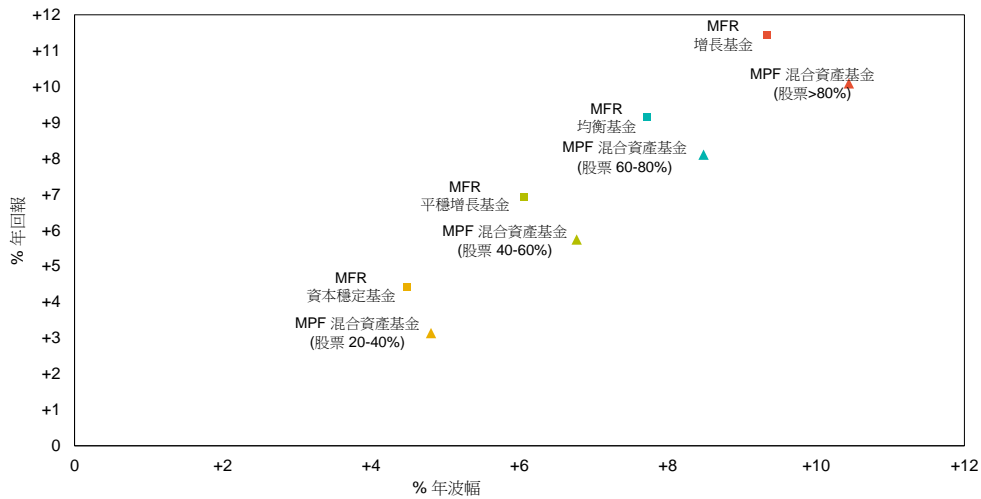
依上圖所示，首先界定供款退休計畫基金在這四類混合資產基金中的表現優於強積金。其次，關鍵百分值比較不明顯的差別印證了 2014 年金融市場的一大特點。比方說，各中位回報率均在 0%與 2%之間，並沒有明顯差異。同時，各中位回報率都沒有達到通脹率的水準。由於此圖所比較的回報表現較為短期，固沒有加入風險水準比較部分。

中期回報比較 (3 年期及 5 年期)

3 年期 年回報圖 (截至 2014 年 12 月 31 日)

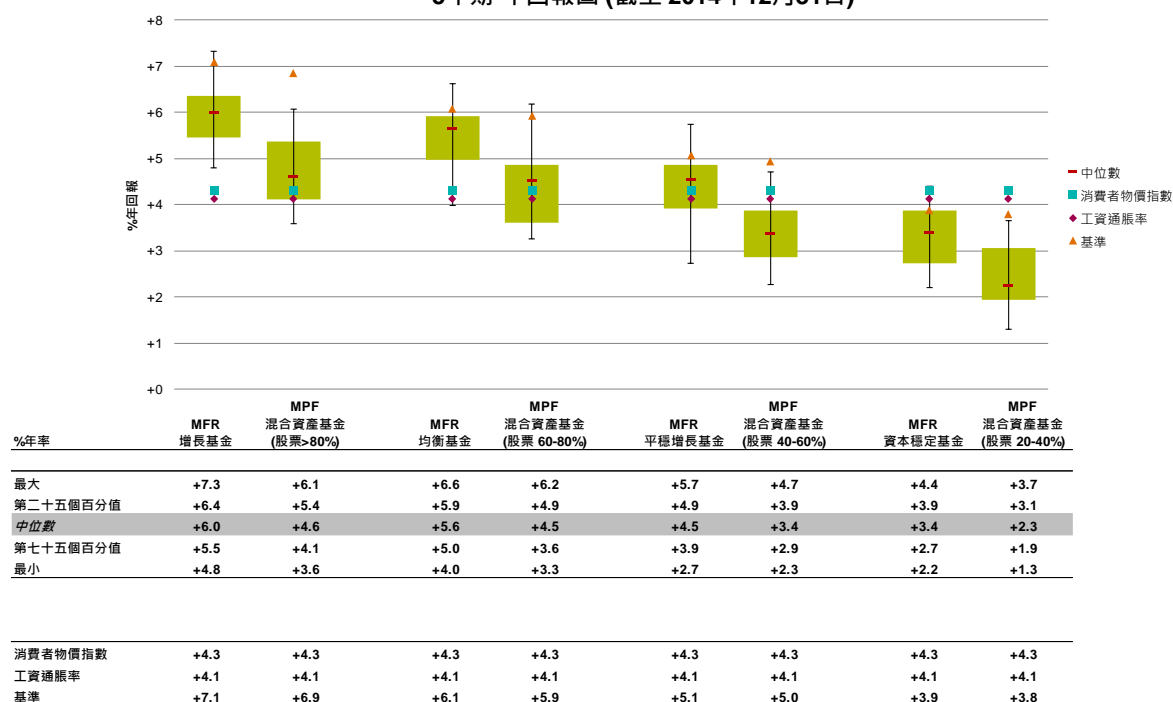


3 年期 風險回報圖 (截至 2014 年 12 月 31 日)

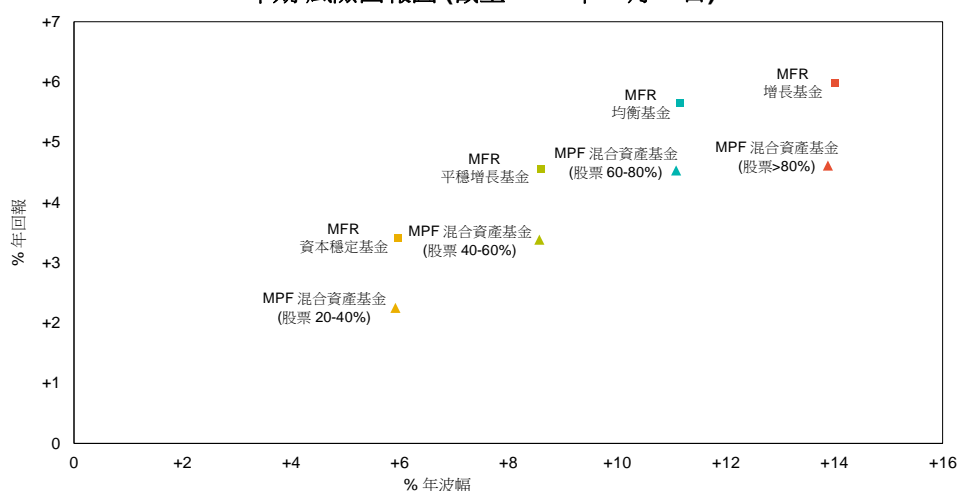


	% 年波幅	% 年回報
MFR 增長基金	9.3	11.4
MPF 混合資產基金 (股票 > 80%)	10.4	10.1
MFR 均衡基金	7.7	9.2
MPF 混合資產基金 (股票 60-80%)	8.5	8.1
MFR 平穩增長基金	6.1	6.9
MPF 混合資產基金 (股票 40-60%)	6.8	5.7
MFR 資本穩定基金	4.5	4.4
MPF 混合資產基金 (股票 20-40%)	4.8	3.1

5年期 年回報圖 (截至 2014年12月31日)



5年期 風險回報圖 (截至 2014年12月31日)

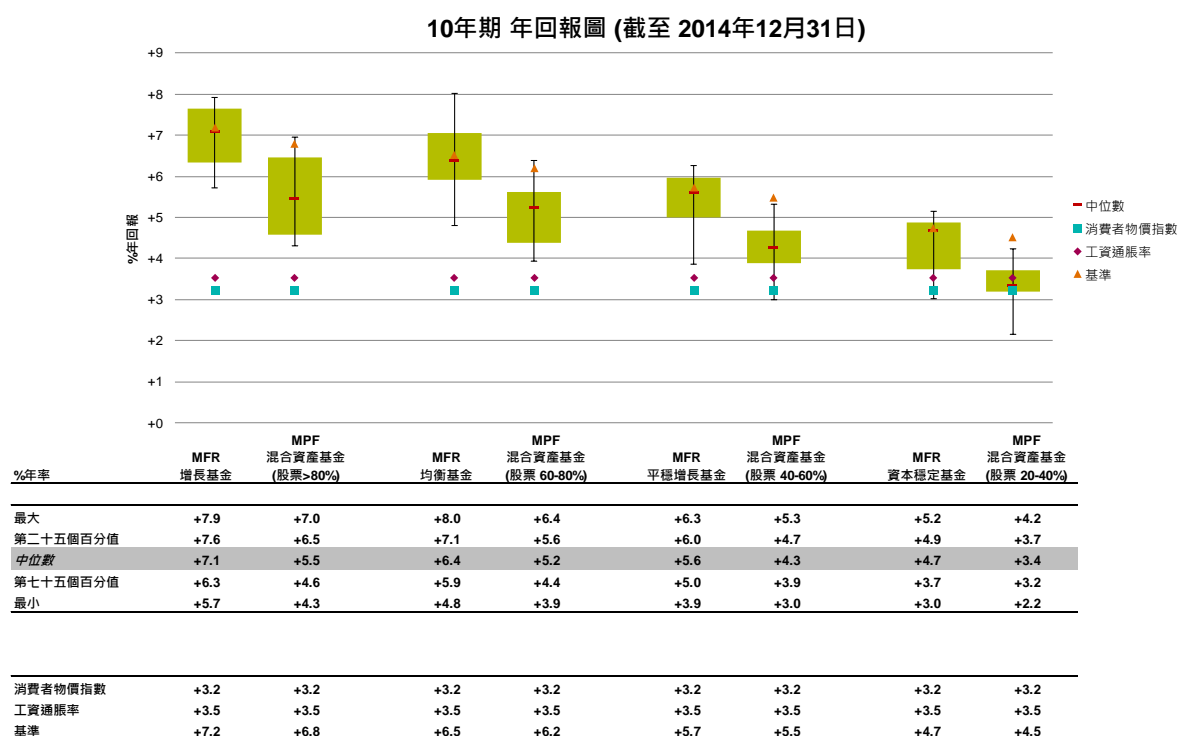


	%年波幅	%年回報
MFR增長基金	14.0	6.0
MPF 混合資產基金(股票>80%)	13.9	4.6
MFR均衡基金	11.2	5.6
MPF 混合資產基金(股票 60-80%)	11.1	4.5
MFR平穩增長基金	8.6	4.5
MPF 混合資產基金(股票 40-60%)	8.6	3.4
MFR資本穩定基金	6.0	3.4
MPF 混合資產基金(股票 20-40%)	5.9	2.3

中期（三年期和五年期）的混合資產基金回報分佈同短期年彙報圖相似處為界定供款退休計畫基金比強積金的績效表現高。但不同於短期回報，中期回報的股票比例和年回報率存在正比關係，即股票配置越高，混合基金的表現就越好。就三年期而言，只有資本穩定基金類別中位數未能超越消費者物價回報或工資

通脹率，其餘則表現較通脹率好。而就五年期而言，除資本穩定基金類別外，強積金的平穩增長基金類別中位數亦未能超越消費者物價回報及工資通脹率。

長期回報比較（10年期）



長期（十年期）的混合資產基金回報分佈一如短期及中期，界定供款退休計畫基金比強積金的績效表現高。近乎所有混合資產基金類別中位數均能超越消費者物價回報及工資通脹率，只有強積金的資本穩定基金類別中位數稍微落後工資通脹率，但該別仍能超越消費者物價回報。

比較上圖所示兩種積金計畫之基金的表現，總體而言有兩個特點。首先，股票比例跟年回報率及波幅有所掛勾。這是由於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。其次，我們注意到界定供款退休計畫基金之回報較強積金的為高。這種不同更明顯的體現在長期回報上。分析顯示認為其原因受多方面影響，其中主要有兩方面。第一方面，強積金計畫之基金收費總體高於比界定供款退休計畫基金，故能解釋部分回報率高低之差。雖然如此，由於積金局近一年來加快下調強積金基金收費步伐，因此我們認為此一因素影響將逐步減少。第二方面，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固定的一部分的港元資產，亦不能投資於另類投資如衍生工具、私募基金、對沖基金。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，這給基金經理提供很好的生成投資回報空間。

第三章: 兩岸四地養老金投資運營的風險控制

風險管理包括很多方面，諸如投資風險管理和營運風險管理。本章節著重介紹投資風險管理。每部分首先介紹所涉及的分析及計算方法，然後描述投資經理如何運用該方法管理風險。

在養老金的投資運營中，我們大致可以分為三個環節：制定投資目標、策略及資產配置；實施投資策略、構建投資組合及日常運行；績效報告及審核。風險管理、合規及良好的企業治理等概念雖然是最近幾年才興起的理念，但在全球化的金融危機之後顯得尤為重要。我們認為，風險管理需要有其專業性及獨立性－如由獨立的分析師及風險控制團隊去完成；但與此同時，風險管理應該為以上三個環節服務，則需要一體化地併入養老金的投資運營當中。本章節會就風險控制的話題進行探討，並從僱主／受託人、基金經理、及託管銀行在其中的角色和作用從不同方面進行展開。

3.1 監控措施

在第一個環節中，養老金機構或其受託人通常成立專門的投資委員會及風險管理委員會，從制定投資目標及策略開始就將風險因素融入其中，包括對投資帶來的風險及運營過程中可能出現的風險制定要求。

而穩固的合規監察制度是風險管控中，是一項重要組成部份。

3.1.1 受託人的監控措施

整體而言，養老金的受託人的主要監控目標為確保受託資產(養老金)：

- (1) 符合適用的法律及監管規定
- (2) 妥善保管以免招致損失

若受託人是強積金制下的「核准受託人」，其監控目標更具體地在相關指引下定明須包括：

- 計劃資產在符合計劃成員的利益下獲得保障；載於《強積金法例》下受禁投資活動沒有被違反。
- 《強積金法例》施加的投資限制及禁制均獲得遵守；並只投資於准許投資項目。
- 計劃的資金及計劃資產均與任何參與僱主、計劃受託人、以及其他為該計劃而委任或聘用的服務提供者(例如: 基金經理)及其他人的金及資產分開。
- 核准受託人必須備存分辨計劃的資產的會計帳目及其他紀錄，藉以區分計劃資產與受託人的個人資產及參與僱主或任何人士的任何資產。
- 相關的內部控制系統亦應就下列項目(但不限於)提供合理的保證-
 - (1) 註冊計劃的會計及其他紀錄提供完整、準確和切合現況的資料；及
 - (2) 顧客和個人資料獲周全的安全保障。

3.1.2 保管資產

如何將養老金資產，與僱主/受託人或任何其他與計劃有關人士的資產，分開保管對保障投資者/計劃成員的利益甚為重要。

為此，受託人需要

- 把用作投資用途的註冊計劃資產以計劃名義妥為登記。該等投資資產的文件應加妥善保管，例如由保管人銀行代為持有。註冊計劃的投資資產與參與僱主，計劃受託人、服務提供者或任何其他人士的資產亦應分開記錄。
- 制定、維持及依循特定的政策及有效的程序，以確保投資經理與持有該計劃投資資產的保管人各具充分的獨立性。
- 把用作交易用途的計劃資金可存放在獨立的銀行帳戶內，而帳戶名稱應清楚地顯示帳戶內的存款屬於有關註冊計劃。銀行帳戶的開立必須取得受託人的書面授權；如受託人為一間公司，則應取得受託人董事會的批准。
- 制定、維持及依循適當及有效的程序，以確保就計劃支付予受託人的供款能清楚識別為與該計劃有關的供款。例如：要規定以支票或電子方式支付的供款應指明收款人為有關計劃的受託人。受託人亦應勸阻供款人以現金方式支付供款。
- 制定、維持及依循適當及有效的程序，以處理無法辨認的收款(如收款沒有註明匯款人的身份)。該等收款應分開紀錄入暫記帳戶內，以確保能清楚辨認每項收款。
- 應規定服務提供者提交能清楚識別每一計劃的資產的報告(如月結單)。服務提供者不宜籠統地以一個整數報告由受託人所運作的所有計劃的資產。
- 應按保管人、投資經理及銀行等各方所持有的資產定期核對註冊計劃的總資產。

強積金資產投放於全球市場，所有次託管人大多為跨國金融機構。在全球金融危機其間，全球多個地區政府相繼出手挽救部份瀕臨倒閉的金融機構，涉及巨額公帑。這些金融機構被視為具系統重要性或「大到不能倒」。為應對此問題，金融穩定理事會 (Financial Stability Board) 提出一系列政策(命為「金融機構有效處置機制的主要元素」)，以減低金融機構倒閉的可能性。香港在 2004 年初亦已開展適用於本地的金融機構的諮詢工作。為此，積金局亦曾要求受託人密切留意其發展及對保管強積金資產方面的影響，好讓強積金資產得到妥善保管。

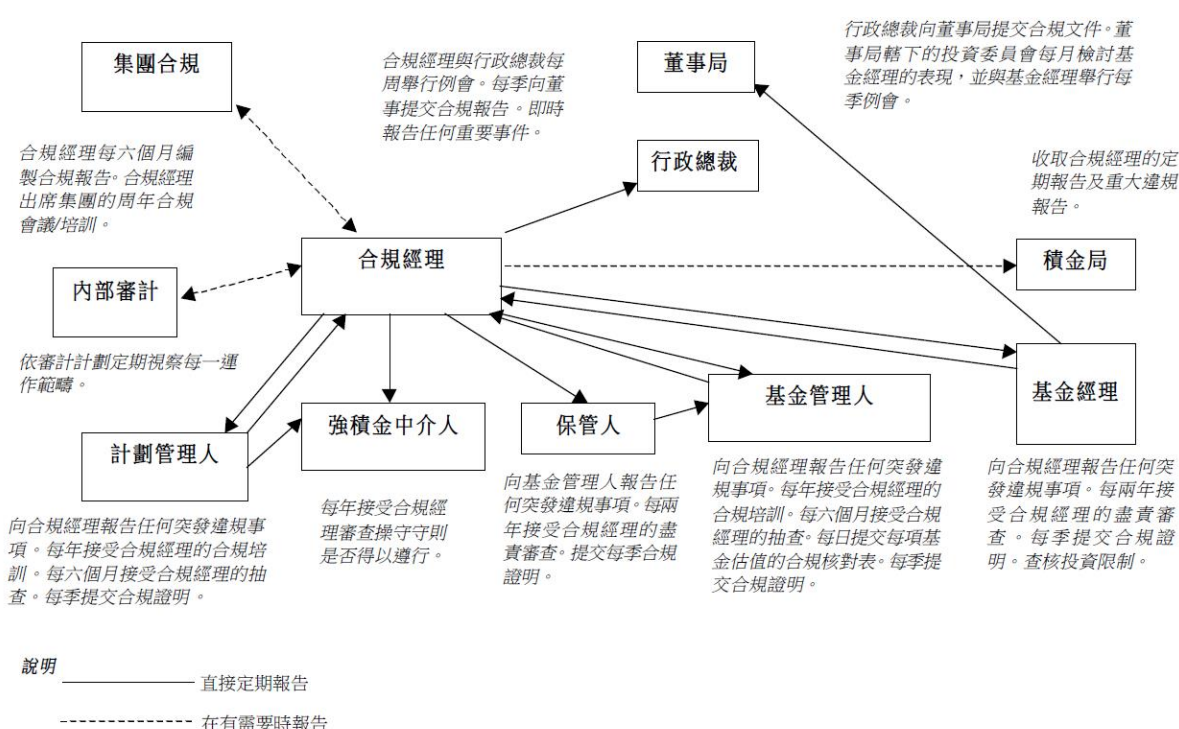
3.1.3 投資政策監控

受託人的投資政策監控 (或透過其委任的基金管理人)，會在有關投資交易輸入計價系統前進行。如果有交易項目未能符合載列於有關法例及/或信託契約的投資要求，該項目將會被拒絕及不被納入計價系統內。大部份的投資監控是由系統預設程式執行，但部份涉及需要參閱相關證券的銷售文件才能檢測合規性的交易，則需要人手進行。負責人員大多是具豐富經驗的基金行政管理人員。他們了解法例及對市場上的投資產品有一定程度的認識，若他們在投資監控過程中遇到任何疑問，便會尋求合規部門的意見以確保相關養老金的投資能滿足客戶的期望時，亦能百份百符合法規的要求。

投資分散規定的監控 (即就單一投資項目的准許投資上限)，大多只能在投資組合估值完畢後才能進行。受託人會將相關的投資項目詳列於經系統編制的指定報告內，並作出跟進。在此情況下，受託人會要求基金經理在考慮成員利益後盡快糾正有關投資額度。

作為投資監控的第一防線，受託人也會要求基金經理有其獨立監察系統，以確保存有潛在合規問題的投資項目能在投資經理發出交易指令時能及早發現。受託人會將監管機構不時發出的投資指引轉發予基金經理，令他們能掌握監管機構的要求。若有需要，受託人更會協助基金經理尋求監管機構的進一步詮釋。

下圖是節錄自積金局於 2005 年 7 月份頒布的「強積金核准受託人的合規標準」內有關合規監察及報告框架的參考圖例 (除有關強積金中介人的監察及就對積金局的報告外，此框架亦可適用於其他以信託為基礎的養老金):



3.1.4 專業彌償保險

在第一章節「香港養老金投資運營的制度概覽及最新發展」中提及強積金法例下，強積金受託人必須為強積金資產購買專業彌償保險。其實，這不僅是為滿足法定要求，亦是一項相當重要的風險管理措施，從而分散受託人因履行職責時而引申的理賠風險 (包括保管資產及監控投資政策時的失當行為)。

養老金是長線的投資，若受託人有所疏忽，管理養老金不力而失職，有關理賠計及時間值可以是一天文數字。這可對受託人構成嚴重的財政壓力，足以拖垮受託人公司。所以，有關專業彌償保險對受託人的風險管理是不可或缺的。

3.1.5 投資委員會

現今投資市場瞬息萬變，投資產品多元化。在全球一體化的過程中，國與國之間、地域與地域之間的政策轉變及差異所構成的投資風險比從前多。這難免會令養老金帶來資產價格波動。

投資委員會正是為監察養老金的投資表現及合規狀況而設。通常由受託人的高級行政人員(包括投資總監)及董事局成員組成。他們每位均對於投資及/或退休產品非常熟悉，憑著專業知識以協助受託人公司發展和監督有關養老金投資的總體思路。其職能還有：

- 批核新成份基金的成立及有關基金經理的委任。
- 對投資政策改動給予意見。
- 指示如何對投資表現持續不理想的基金經理作出跟進。
- 按需要審議其他與遵守投資指引或投資風險管理有關的事項。

最後，受託人亦需設立業務延續計劃，並對其進行定期審視和測試，藉以確保在突發市況或市場失誤發生時，受託人的運作及上述的監控措施的延續性和可靠性。

3.2 第二環節的風險管控 – 基金經理層面

進入第二個環節，投資策略的實施、投資組合的構建通常由基金經理完成，而其中主要涉及投資風險。對投資經理而言，在嚴格遵照與委託人的投資協議時，可以採用很多數量化的分析手段和計算方法幫助管控投資風險，比如投資績效歸因分析及計算投資波幅。當然在日常運作中一定會出現運營風險，這就要求基金經理有良好的內部管控；同時，保管銀行作為委託人及基金經理中間相對獨立的第三方，會在日常運作的信息核對、查實等方面起到重要作用，具體將在後文介紹。

3.2.1 投資績效歸因分析

投資績效歸因分析以投資組合為基礎，對不同層面（例如個股、行業、地區和國家）的貢獻因素進行計算和分析。該分析的目的是通過對績效的來源進行分析從而更好的管理風險管理。

投資績效歸因分析在職業退休計畫和強積金方面的應用沒有本質的區別。這主要是由於此分析並不是一種風險參數，而是退休計畫委託人或退休計畫管理委員會（對於職業退休計畫而言），或者個人（對於強積金而言），作為評估和瞭解投資經理的業績的工具。從而得以及時的調整資產配置和/或者投資經理經理來降低投資風險。

投資經理對於歸因分析的應用有以下特點：

- 歸因分析通常用於積極投資策略
- 通過歸因分析將各投資組合與其基準比較，找出業績表現的貢獻因素，同時找出風險因素，對基金持有投資進行調整

- 透過歸因分析檢查投資組合的特點，例如投資組合表現在各行業或國家對比基準的表現差異，從而調整投資組合，降低投資風險
- 同時該分析也被投資經理用來評估投資決策和投資組合是否達到客戶預期指標。如果指標有被達到，則投資經理會作出是否實現投資機會的決定，並進行進一步評估。如果指標沒有被達到，那麼歸因分析會幫助基金經理瞭解原因、及時回饋和調整。
- 對於進行歸因分析的頻率，並沒有統一、唯一的規律。過短的分析時期可能太受短期因素影響。常見的時間間隔是按季度以及年度至分析的日期。
- 部分基金經理會選擇使用協力廠商歸因分析系統和軟體。其他基金經理會選擇內部研發的歸因分析系統。

3.2.2 投資波幅計算方法

投資波幅，作為衡量投資風險的一種角度，通常被用來作為投資策略的風險參數。主要的投資波幅的計算方法有以下幾種：

风险价值 (Value at Risk)

風險價值 (Value at Risk) 是用來量度某機構或投資組合在某一特定時間內可能承受的損失。在既定的置信水準 (Confidence level) 下，風險價值反映出一日內或一特定時間內預期最大的損失金額。然而，實際的損失金額亦可能會超越風險價值。風險價值可以根據以下條件獲得：

假設置信水準為 $X\%$ ，預期在特定時間內的損失金額超過風險價值的概率應不超過 $X\%$ 。

标准差 (Standard deviation)

標準差 (Standard deviation) 為一常用統計測量方法，用以量度某一組數據的分散程度。標準差越大，顯示該組數據與平均值相比差異較大。以下為計算標準差的公式：

假設有一組資料 $\{x_1, x_2, x_3 \dots, x_n\}$ ，標準差可由下列算式得出：

$$\text{标准差} = \sqrt{\frac{(x_1 - \text{平均值})^2 + (x_2 - \text{平均值})^2 + (x_3 - \text{平均值})^2 + \dots + (x_n - \text{平均值})^2}{n}}$$

追蹤誤差 (Tracking Error)

追蹤誤差 (Tracking error) 是用以量度在某一段時間內，某一投資組合回報與基準回報之間的差異。追蹤誤差越大，表示該投資組合越偏離基準回報。追蹤誤差可由下列算式得出：

$$\text{超額回報} = \text{投資組合回報} - \text{基準回報}$$

$$\text{追蹤誤差} = \text{超額回報的標準差}$$

最大跌幅 (Maximum drawdown)

最大跌幅 (Maximum drawdown) 是指既定時間內某一資產的最大的累計跌幅 (以百分比表示)，以上一個最高資產淨值作對比。最大跌幅可以用以量度某一資產過往最大的損失幅度，借此衡量其風險狀況，跌幅可由以下算式得出：

$$\text{跌幅 (百分比)} = (\text{某一時間點的價值} - \text{上一次最高位}) / \text{上一次最高位}$$

而最大跌幅為以上不同時間點的跌幅之最大下跌幅度。

由於已描述的投資波幅的計算方法通常被作為風險參數，其在退休金領域的應用也會隨著退休金計畫的性質不同而相應地被應用。除由退休計畫委託人或退休計畫管理委員會來執行，界定利益退休計畫和強積金的投資風險更有雇員自己相應的管理。

對強積金而言，由於投資年期長，穩健的風險管理和控制環境能減少投資組合暴露於高風險的資產上。所以，大部份的強積金投資經理均以尋求持續而穩定的投資回報為目標。他們大多採用主動的投資理念。投資決策是基於由投資組合經理和分析師進行研究得出的結果。分析師會審查擬投資公司的資產和現金流來評估投資價值。在此策略下，有些基金經理採用由下而上的選股策略，另一些基金經理則會配合宏觀經濟因素進行市場預測，採用由上而下的選股策略。但無論採用何種方式，他們大多是以一個團隊為基礎配以投資組合經理的個人問責制方式去管理強積金資產，確保遵守有關授權指引和投資表現的責任。團隊會舉行定期會議審視、監察及滙報下列事項：

- 投資組合結構
- 預設的投資組合風險波幅
- 市場狀況
- 投資積效歸因分析
- 就對手風險中的信貸狀況
- 投資組合表現與指標的追蹤誤差
- 投資項目的波動性和流動性等

其實，強積金的基金經理大多為證券及期貨監察委員的持牌人士，受其發行的基金經理操守準則約束。以下是該守則中有關基金管理的一些例子：

- 基金經理應確保代客戶進行的交易，不論是在資產類別、地域分布或風險程度方面，均按照客戶投資組合的闡明目標、投資限制及投資指引進行。
- 基金經理應基於其所能取得的最佳條件，替客戶執行買賣盤，並應顧及到當時有關市場的情況、有關交易的性質及所涉及的金額。
- 基金經理不應利用機密的價格敏感資料，或在有關內幕交易的法例規定禁止進行交易的情況下，完成交易或致使任何交易得以完成，並應設有程序確保其僱員知悉有關限制。
- 基金經理應顧及投資組合所闡明的目標，不應替客戶的投資組合進行過量的買賣。
- 除非在客戶協議書或客戶授權書內獲得明確批准，基金經理不應代客戶參與包銷活動。在代客戶參與包銷活動時，因有關合約而獲得的佣金及收費，應全數撥入客戶的帳戶所有。

3.3 第三環節的風險管控－託管銀行層面

在績效報告及審核的環節，投資經理會每月、每季及每年向委託人提交報告，內容因應不同基金經理的風格可能有所不同，但大體上都會包括投資表現、投資績效歸因分析（如上文所述對個股／行業／地區／國家都會有相應分析）、一種或幾種投資波幅的數據（如上文所述風險價值／標準差／追蹤誤差／最大跌幅等）、不同地域／行業／具體持股的清單、期間所有的交易數據、基金經理對過去市場表現的分析及對未來的展望等。不同的投資經理很可能採用不同的計量方式和手段，產生的大量數據難以直接做比較，此時就凸顯了受託人監督審核的角色，以及託管銀行相對獨立協力廠商的核對功能。

現代養老金的投資運營過程中通常會聘用一間中央託管行作為全球託管人，再由此全球託管人在不同市場上聘用當地的次託管人（可以是全球託管行的當地分行或者有協議的其他銀行）。由此，不論投資人在世界任何市場進行投資，其指令都會通過全球託管人做出反應；同時，不同基金經理在任一次託管人處的帳戶數據及報告也會匯總至全球託管行，並由全球託管人提供合併報告。因託管人在執行職能時取得基金投資組合全盤資料，與基金行政管理相關，其所提供的增值服務更包括測量第三者績效；提供績效歸因報告和對投資組合的風險分析及壓力測試，以協助基金受託人/ 資產持有人評估基金經理表現，監察投資組合的風險水平及作出相關的投資決定。

強積金制度對可投資的資產類別有非常嚴格的投資限制，使股票及債券之間的投資風險不能得到恰當的平衡。強積金總資產亦偏重於股票投資，在缺乏參與另類投資下，難以分散股票投資風險。從業內人士來看，這難以有效管控投資風險。

在此過程中，全球託管人及次託管人需要提供多元化的服務，以減少上文第二環節－實施投資策略、構建投資組合過程中的運營風險。在結算和交收服務方面，託管人的首要任務是通過保管證券以保障投資者的利益，同時處理證券和現金往來，並將每日交易的數據跟投資經理進行核對並向委託人報告。在資產

服務方面，託管人需要確保即時收到股息及債息，處理股票的兼併／收購／獎金／權益等事件，並參與投票年度股東／董事大會等。現代的託管人將同時提供增值服務，如對於未來現金流的預測並合理利用閒置資金以提高效益，部分貨幣的對沖以降低外匯風險，以及法律法規方面的服務（如反洗黑錢，及避免國家之間雙重課稅等）。

以上所提及託管人的部分服務職責及風險管理措施是在每日的運營過程中得以實現的，是一種自下而上的匯報機制；而良好的受託人，會在此過程中鼓勵最佳的合規和公司治理要求，並加強投資經理和託管人之間的互動關係以提高效率，從而起到從上而下監督運作和控制風險的作用。

運營風險之外，投資風險的管控也會在託管人的職能中得以體現。正如上文所提，投資管理人會定期向委託人提交包涵風險數據的各種績效報告，而與此同時，託管人將以協力廠商的身分做出類似的績效報告和分析，同時提交給委託人。若託管人亦被委任為基金行政管理人，託管人會在投資項目交易前執行合規檢測以確保有關交易符合既定的投資指引。

3.3.1 單個投資組合層面

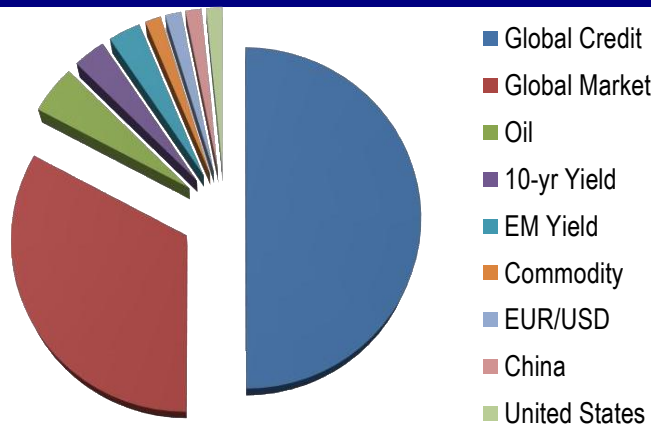
在單個投資組合層面，託管人可以提供與基金經理類似的風險報告，如以下樣本所示，計算投資組合的追蹤誤差，以及投資組合中來自選股及行業的追蹤誤差，甚至具體每一隻股票的風險貢獻比例等。擴展開來，此分析可具體到每個板塊，每個行業、每個國家及地區的風險追蹤誤差。通過統一的全球託管人，此風險報告將會採用完全統一的計算工具及衡量標準，方便委託人橫向比較各個投資組合、投資經理的風險和收益。

通過比較基金經理的風險報告與託管人提供的投資組合的風險報告，委託人可以即時了解不同投資組合是否符合簽訂的投資指引，以及在某些特定股票／行業／地區的風險狀況。

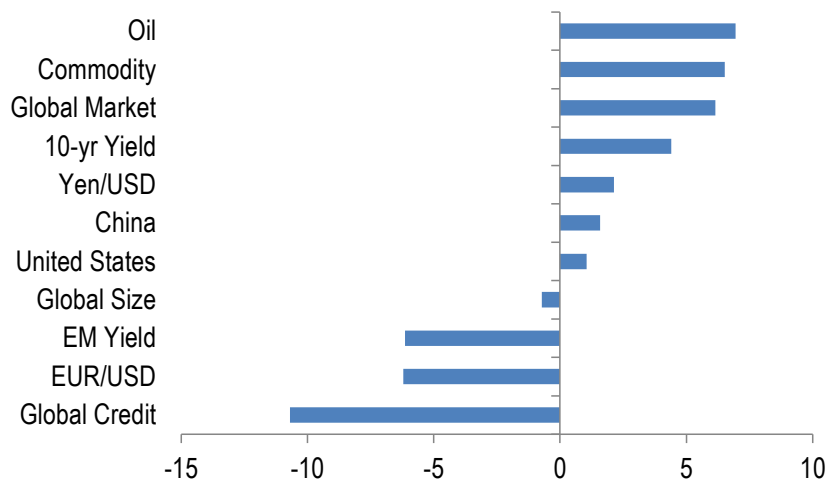
3.3.2 資產配置層面

在資產配置層面，由於全球託管人可以集中掌握所有受委託的投資組合的數據，就可以在從委託人的角度對整體資產的投資風險進行分析。如以下樣本所示，由於客戶將大量資產配置於全球債券，系統性風險報告顯示超過 50% 的風險可能來自信貸方面，同時信貸方面的場景測試顯示全球的信用事件將導致整體投資組合損失 10% 以上。此類風險報告將為委託人及投資委員會／風險委員會在未來資產配置調整層面提供參考，比如考慮未來採取對沖手段以減少信貸風險。

Break-down of Systematic Risk



Marginal Excess Return (%)



3.3.3 投資風格層面

每個投資經理或組合都有自己的投資風格，常見的投資風格包括價值型／成長型，大盤股／小盤股，低風險低波動型，高分紅股，以及分析資產負債質量或最近股價趨勢等。基金經理在給客戶的風險報告中可能包涵自我投資風格的分析，而好的基金經理應該是堅持自我的投資風格從而為客戶帶來一致的投資收益。但在養老金委託人的層面，除了了解每一個聘用的投資經理／組合的投資風格，以及不同的市場狀況下此類投資風格的優劣勢，亦需要自上而下統籌了解整體資產的投資風格。此時，全球託管人可以集中掌握所有投資經理／組合的投資風格，從而提供中立的綜合報告。比如說，最後得到綜合的投資風格太偏向小盤股，而小盤股在目前的市場走向中可能聚集風險，那養老金委託人可以考慮採用一定對沖手段以減少此類投資風格的偏重而帶來的風險。

總結而言，養老金投資運營的風險管控需要專業而獨立的團隊進行；但同時又是貫穿於每一個環節，需要委託人、受託人、託管人、投資經理一起合作完成的。在此過程中，養老金委託機構及受託人需要制定及監督投資及風險的各項指引，並且鼓勵託管人和投資經理良好的互動以提高管控效率。同時，很多量化風險工具已經被廣泛採用，在運作風險方面可以自動化處理、核對各項數據，而在投資風險方面也可即時提供全面分析 — 如以上提及歸因分析、追蹤誤差、情境分析等。

四. 總結

往年研究報告

2014 年研究報告中曾提及：

「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。」

「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，依然是未來強積金發展探索的方向。」

特此在今年的研究報告中作出一些跟進。積金局早已推出一份適用於整合多個個人帳戶至單一個帳戶的申請表，並設有簡易選項，方便計劃成員使用。然而，個人帳戶數目仍一直持續增長。直至 2015 年 3 月底，個人帳戶數目約有 494 萬個。固然，計劃成員置之不理可是一個原因。但會否有個別成員欲借此分散投資風險及取得更多的投資選擇？歸根究底，強積金的投資限制較職業退休計劃為多，故影響投資管理人的投資靈活性及回報表現，所以有機會出現在升市時未能爭取最佳回報。相反，在跌市時，則未能透過最佳的投資工具/資產類別(例如：私募基金、對沖基金，深度投資的衍生工具) 作出最理想的防守性持倉，及分散投資風險。可供計劃成員選擇的基金亦有所不足，相比之下，職業退休計劃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，能提供較大的投資回報機會。

新修訂的<強積金條例>列明若積金局未能滿意相關計劃或基金是以成員利益為依歸，他們可拒絕該計劃或基金的申請。預期從監管機構角度出發，成份基金的多樣性有機會進一步收窄。可喜的是，縱然在欠缺稅務優惠下，強積金特別自願性供款帳戶的數目仍見大幅增長，這種成員自設供款無須與收入掛勾及經僱主安排，顯示更多成員願意透過強積金制度加強自己的退休保障。

本年研究報告

本研究報告主要闡述香港養老金投資之運營經驗，以供大陸、台灣及澳門各地作參考及比較。

第一章概覽香港養老金之現行投資運營制度及最新發展。對主要養老金種類進行了簡介，其中包括強制性公積金計劃(強積金)、職業退休計劃、公務員退休保障計劃、以及一些其他法定公積金計劃。首兩種計劃，即強積金及職業退休計劃之覆蓋率超越八成。本報告主要就這兩種計劃投資運營經驗，作出分析及研究。

第二章提供這兩個計劃的最新數據摘要，並比較這兩類型之退休計劃的短期、中期及長期淨投資回報經驗。本報告集中研究這兩計劃各四類混合資產基金(增

長、均衡、平穩及資本穩定基金)於不同投資年期(一年、三年、五年及十年)之比較。在長期(十年)投資情況來看，職業界定供款退休計劃比強積金的淨回報率為高；而亦超越同期之物價及工資通脹。同時，股票成份越重的基金，於過往十年比成份較低的基金表現好。

第三章介紹香港養老金投資每一個營運環節之風險管理。第一個環節是制定投資目標、策略及資產配置。這個環節的風險控制措施主要集中監控受託人、行政管理人、保管資產人及投資。第二個環節是投資策略的實施。風險監控時，可採用許多數量化之監管工具，例如投資績效歸因分析、風險價值、標準差、追蹤誤差及最大跌幅等等。最後一個環節績效報告及審核。風險管理包括定期之風險報告，會議等等。

總括來說，香港養老金在投資運營及風險管理都有較理想水平。基金可作全球性股票及債券投資；強積金計劃成立之補償基金亦從未出現因計劃管理失當之索償個案。

在展望研究方面，有很多方向都是值得進一步探討的。例如：(1)數據顯示職業界定供款退休計劃長期來說比強積金計劃的淨回報率為高。原因是否職業退休計劃的投資靈活性較強積金為高？投資政策的靈活性和風險監控又如何平衡？(2)世界銀行提出五根柱養老概念。在香港作為第二支柱之強積金及職業退休計劃在整個香港五支柱退休保障藍圖中的角色是如何？這又是否影響香港養老金投資的運營呢？(3)新加坡政府發行特別國債以支持當地中央公積金年金化計劃，這個計劃有沒有地方可供香港借鏡的地方？