

研究報告

養老金體系與資本市場 ——
國際經驗與中國的運用前景



目錄

頁數

摘要	1
1. 多個國家應對老齡化、發展養老金體系的經驗研究	2
1.1 多個國家的養老金體系	2
1.2 國際主要養老基金的運作經驗	4
2. 國際有代表性的養老基金	7
2.1 挪威主權養老基金	7
2.2 日本政府養老投資基金	9
2.3 加拿大養老金計劃	10
2.4 澳洲超級年金	12
2.5 香港強積金計劃	13
3. 中國內地的養老保障體系	14
3.1 中國內地的老齡化趨勢	14
3.2 三支柱養老保障體系的發展現狀	15
4. 內地養老基金可通過「港股通」在境內和境外兩個市場優化配置資源	18
4.1 多元化的港股市場	18
4.2 香港市場逐步成為內地資金的海外資產配置中心	19
5. 結語	20

摘要

人口老齡化已成為全球普遍趨勢，如何促進養老體系發展，成為世界各國政府改善社會保障和應對人口老齡化挑戰的重要議題。

近年來，為了緩解財政壓力，養老金體系從政府兜底的單支柱模式逐步發展至政府、企業和個人三方責任共擔的「三支柱」模式。

養老金的投資管理對於一個國家社會保障的可持續性有舉足輕重的影響。這些基金投資管理的方式亦正在發生變化，資產配置呈現多元化趨勢，對本地以外和跨境多市場的配置比例持續上升。

中國老齡化問題不斷加深，亦出現未富先老的趨勢，極需要一個有效和專業的養老體系制度來減輕人口老齡化的負擔。當前，中國內地已基本構建了政府、企業、個人共同支撐的三支柱養老保障體系，但是發展面臨以下幾個方面的挑戰：第一，人口老齡化導致社保收支缺口擴大；第二，基本養老保險基金實際開展委託投資營運的規模偏小；第三，企業年金等養老保險基金存在更大的發展空間。

為了給養老金開闢更多樣化的投資選擇，2020 年年底，內地人力資源社會保障部將「香港市場投資」納入內地年金基金的投資範圍。考慮到中國內地養老金體系面臨的挑戰，以及全球養老金海外投資配置的增長趨勢，進一步將「港股通」投資納入到養老金體系中，會有利於實現中國養老金的多個管理目標，包括市場化、多元化、分散風險，以及保障資產安全等，同時也可以推動中國養老基金成為國際資本市場上舉足輕重的機構投資者。

1. 多個國家應對老齡化、發展養老金體系的經驗研究

1.1 多個國家的養老金體系

人口老齡化已成為全球普遍趨勢，2019 年全球範圍內 65 歲及以上人口比例增加到 9.1%，預計 2030 年老年人口佔比將達到 11.7%，到 2050 年佔比將達到 15.9%¹。在歐洲和北美洲，平均每四個人中就有一個人年齡在 65 歲或以上²。由於全球老齡化程度不斷加深、出生率下降、人均預期壽命延長，以及勞動力供給萎縮，使得養老體系改革成為世界各國政府面臨的重要議題。

因此，從政府兜底的單一支柱發展至政府、企業和個人三方責任共擔的多支柱養老金體系，是全球應對人口老齡化挑戰的基本經驗。

1994 年世界銀行首次提出了「三支柱」的概念，包括公共養老金計劃（第一支柱），職業養老保險計劃（第二支柱）和個人儲蓄計劃（第三支柱）。這個概念很快受到了世界各地研究者和政策制定者的重視，而成為目前國際上普遍採用的養老金制度模式。

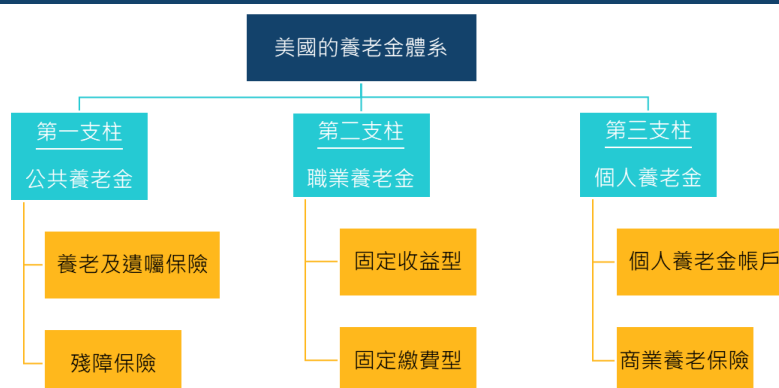
(1) 美國的養老金體系

美國養老金體系採用了世界銀行提出的「三支柱」模式，其中，第二支柱（僱主養老金計劃）和第三支柱（個人養老金計劃）相對重要，政府的社會保障計劃（第一支柱）則相對處於輔助性地位（見圖 1）。

此外，美國還有反向住房抵押和生命週期基金等應對人口老齡化的措施。反向住房抵押是已經擁有房屋產權的老年人將房屋產權抵押給銀行、保險公司等金融機構，通過反向抵押貸款將住房資產轉換成現金，作為房屋的維修、日常生活、長期護理或其他費用等。

生命週期基金則投資多個標的，各項投資標的的比例會隨着持有人的退休日期的臨近而不斷調整，其優點在於能夠隨着投資人設定的到期日而動態地調整投資標的的比例，這使得投資者在只投資一個基金的情況下，能動態地調整其投資組合。

圖 1：美國以三支柱為主的養老金體系



資料來源：基於多處取得的公開資料整理。

¹ 資料來源：《世界人口展望 2019》(World Population Prospects 2019)，聯合國經濟和社會事務部人口司。

² 資料來源：同上。

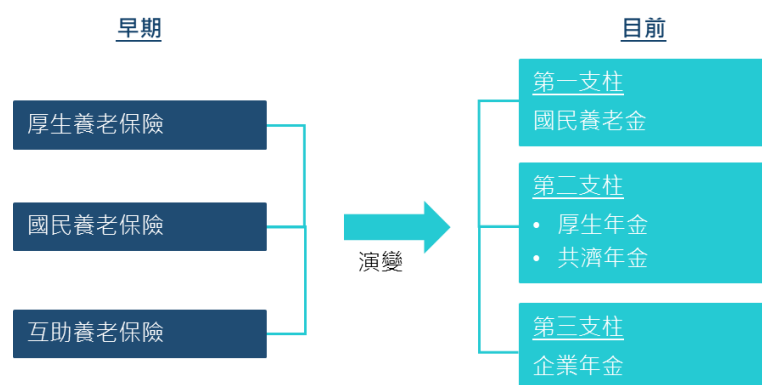
(2) 日本的養老金體系

日本的養老金體系早期主要由厚生養老保險、國民養老保險和互助養老保險所構成。其中，厚生養老保險主要由民間企業職工參與，國民養老保險由自營者、漁民、零散小企業以及企業僱員中的無業配偶參與，而互助養老保險是由公務員和公營企業的支援參與。

後來隨着美國養老金三支柱體系的建立，日本也逐步改革其養老保險體系，形成了三支柱的養老金體系。其中，第一支柱為國民養老金；第二支柱為厚生年金和共濟年金；而第三支柱為企業年金（見圖 2）。

此外，日本還有長期介護保險、養老地產和持續護理退休社區（Continuing Care Retirement Community，簡稱 CCRC）等養老模式來彌補現有養老體系的不足。CCRC 的養老模式是指通過提供各種老年人生活模式，並配以高水準的醫療和綜合護理服務，為各個年齡段的老年人提供廣泛的養老服務。養老地產則是將老年人需要的護理服務、娛樂需求結合了起來，形成養老、娛樂、護理一體化的設施。

圖 2：日本養老金體系



資料來源：基於多處取得的公開資料整理。

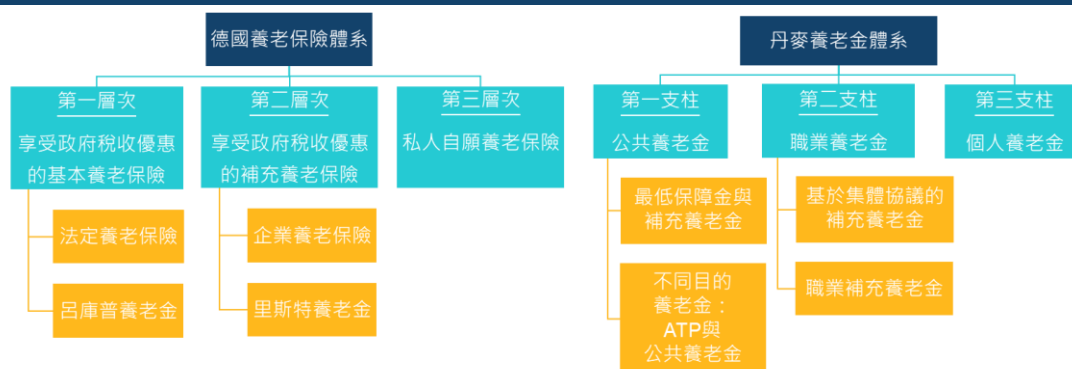
(3) 德國和丹麥的養老金體系

德國和丹麥的養老金體系同樣以「三支柱」模式為主，但兩國的三大支柱所對應的養老金及其功能在具體細節上有所不同（見圖 3）。

德國實行三層次的養老保險體系：第一層次是基本養老保險，第二層次是補充性的養老保險，兩者均享受政府的稅收優惠；第三層次是不享受政府補貼的私人自願養老保險。

丹麥的養老金體系由公共養老金、職業養老金和個人養老金三大支柱組成。公共養老金確保了丹麥公民的基本生活保障；職業養老金則確保僱員離開勞動力市場時有足夠收入；個人養老金明確了養老金領取者對於養老生活的具體需求（見圖 3）。

圖 3：德國與丹麥的養老金體系



資料來源：基於多處取得的公開資料整理³。

1.2 國際主要養老基金的運作經驗

養老基金的投資管理對於一個國家社會保障的可持續性有舉足輕重的影響。養老基金包括基本養老基金、企業年金、主權財富基金等多種形式。不同基金在流動性、風險偏好、資產配置方面都可能有不同的傾向。

國際主要的養老基金通常會充分利用資本市場紅利來提升養老金的投資收益，並為未來養老金的支出儲備更多資金。例如在債券收益率不斷下降的市場環境下，其資產配置往往傾向於更多元化，尤其是配置於可接受的風險程度下收益更高的領域，例如股權投資。養老金亦傾向採取相對靈活的資產配置運作模式，不斷尋求具更高成本效益的資產來提升收益。養老基金收益率的提升，在人口結構轉變與老齡化的情況下使得養老金仍然能夠更好地滿足支付需要，更高的投資收益率也有助吸引更多的資金流入養老基金。

根據經濟合作與發展組織（Organisation for Economic Co-operation and Development，簡稱 OECD）的全球養老金市場統計數據⁴，全球養老資產約為 56 萬億美元，其中大部分（超過 35 萬億美元）為養老基金資產⁵。

OECD 國家中，美國擁有最大的養老基金市場，資產價值 35.3 萬億美元，佔經合組織地區的養老金總資產的 65.6%。其次為英國，資產總值 3.6 萬億美元，佔經合組織地區養老金總資產的 6.6%，其他依次為：加拿大（3.1 萬億美元，5.7%）、荷蘭（2.1 萬億美元，3.9%）、澳洲（1.8 萬億美元，3.3%）、日本（1.6 萬億美元，2.9%）和瑞士（1.3 萬億美元，2.5%）。

目前全球主流養老基金的投資趨勢有如下幾方面的特點：

(1) 資產配置呈現多元化趨勢

雖然不同國家的養老金資產投資的風險偏好存在較大差異，但其養老金組合均呈現多元化配置的趨勢。原因有三方面：

第一，不同大類資產通過組合的形式既可以匹配個人生命週期不同階段的投資目標和風險偏好，同時通過投資比例的調整還可以適應未來宏觀經濟及投資環境的變化，提升養老金

³ 關於呂庫普保險金（Rürup-Rente）和里斯特保險金（Riester-Rente）的介紹，可參閱世界社保研究中心丁純、陳湘琪和劉丹撰寫的〈德國養老保險制度安排、問題與改革〉，2019 年。關於 ATP 與公共養老金（public old-age pension）的介紹，可參閱歐洲委員會（European Commission）網站（<https://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=1107&langId=en&intPageId=4494>）。

⁴ 資料來源：OECD《2021 年養老市場重點》（Pension Markets in Focus 2021），2021 年。

⁵ 其他養老儲蓄工具包括保險公司出售的養老保險以及銀行和投資公司管理的個人退休賬戶。

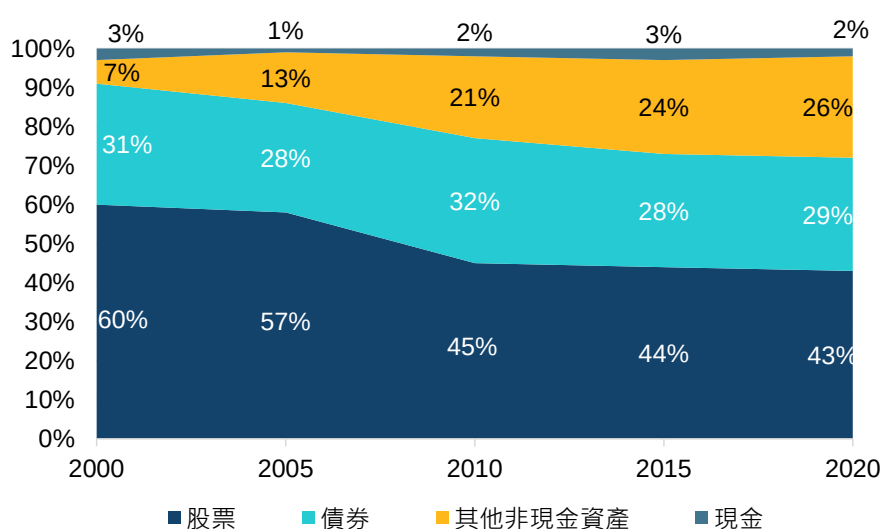
投資的可持續性。所以養老金不僅廣泛投資於現金資產、債券、股票等標準化資產，也投資諸如私募基金、未上市公司股權及房地產等另類資產。

第二，由於發達國家無風險利率下行，固定收益類資產的收益率下跌；且老齡化加劇導致養老金給付壓力增加，收益率要求提高，養老金對權益類資產的配置被迫提高。

第三，另類資產的收益與股票等的收益相關性不高，有利於優化組合風險，降低資產組合波動性。

近期有研究⁶分析了 7 個主要養老基金市場（簡稱「P7 國家」⁷）資產配置的結構，發現養老金配置股票市場的比例從 2000 年的 60% 下降到 2020 年的 43%，債券市場的配置比例穩定在 30% 左右，而另類投資的配置比例顯著上升，從 7% 上升到了 26%（見圖 4）。

圖 4：P7 國家養老金的資產配置（2000 年至 2020 年）



註：2020 年數據為預測值。

資料來源：Thinking Ahead Institute《Global Pension Assets Study – 2021》。

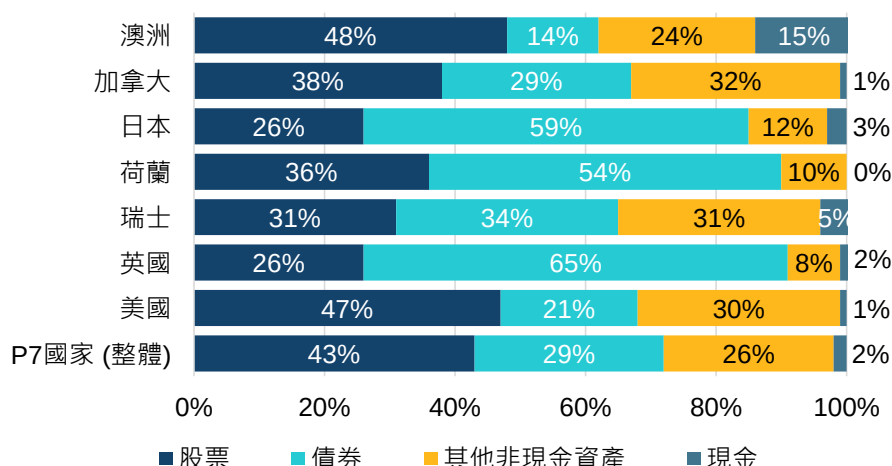
除了整體養老基金資產配置結構的變化，各地區之間養老基金資產配置的比例也有較大差別。這是因為不同地區有不同的外部環境、社會發展階段、養老體系、監管政策、考核與激勵機制等，這些因素均會對養老基金資產配置產生影響。

P7 國家中，澳洲和美國的養老基金對投資風險容忍度相對較高，主要表現為股票資產配置比例超過 40%，其中澳洲的比例更達 48%；相比之下，日本、荷蘭、英國的養老基金資產配置相對保守，債券投資佔比均超過 50%，日本和英國更接近或超過 60%（見圖 5）。

⁶ 資料來源：Thinking Ahead Institute《Global Pension Assets Study – 2021》。

⁷ P7 國家指的是澳洲、加拿大、日本、英國、美國、荷蘭和瑞士。

圖 5：各 P7 國家養老基金資產配置的差異（2020）



註：由於四捨五入的關係，百分比數字相加未必等於 100%。

資料來源：Thinking Ahead Institute《Global Pension Assets Study – 2021》。

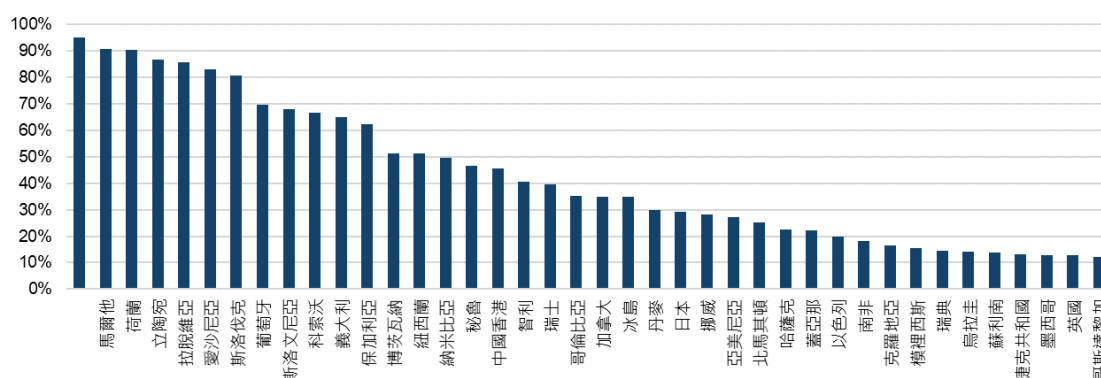
(2) 對本地以外和多市場的配置比例持續上升

養老基金可能會受到本國資產約束，無法實現真正的資產配置和風險分散。養老基金若為求提高收益而對權益類資產的配置提高，亦同樣需要更有效地緩解投資組合的整體風險。面對此種情況，各國政府提高了養老基金投資海外的佔比來降低投資組合的整體風險。

根據 OECD 的養老金統計數據⁸，有匯報數據的國家⁹的養老金當中，海外資產的平均佔比從 2010 年的 28.6% 上升到 2020 年的 34.8%，而投資外幣資產的佔比從 2010 年的 22.6% 稍為下降到 2020 年的 21.9%。

2020 年，日本、加拿大、瑞士、紐西蘭等國家養老基金計劃中海外資產的佔比分別達到 30.0%、35.1%、40.7% 和 51.3%；而外幣資產佔其養老基金計劃中具有相當比重的國家包括奧地利、瑞士和荷蘭等，比重分別達到 26.8%、37.6% 和 51.7%（見圖 6 與圖 7）。

圖 6：OECD 某些國家的養老基金投資海外資產的比例（2020 年或截至有最新資料的年份）

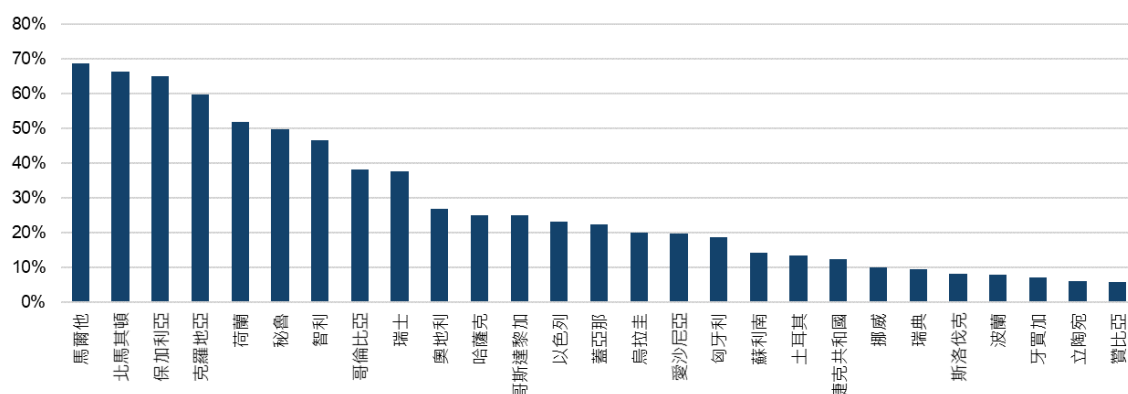


資料來源：OECD《2021 年養老市場重點》(Pension Markets in Focus 2021)的統計附件，2021 年。

⁸ 資料來源：OECD《2021 年養老市場重點》(Pension Markets in Focus 2021)的統計附件，2021 年。

⁹ 就 2020 年的數據而言，有彙報資料的國家包括 OECD 的 27 個國家以及其他司法管轄區的 16 個國家。

圖 7：OECD 某些國家的養老金投資外幣資產的比例（2020 年或截至有最新資料的年份）



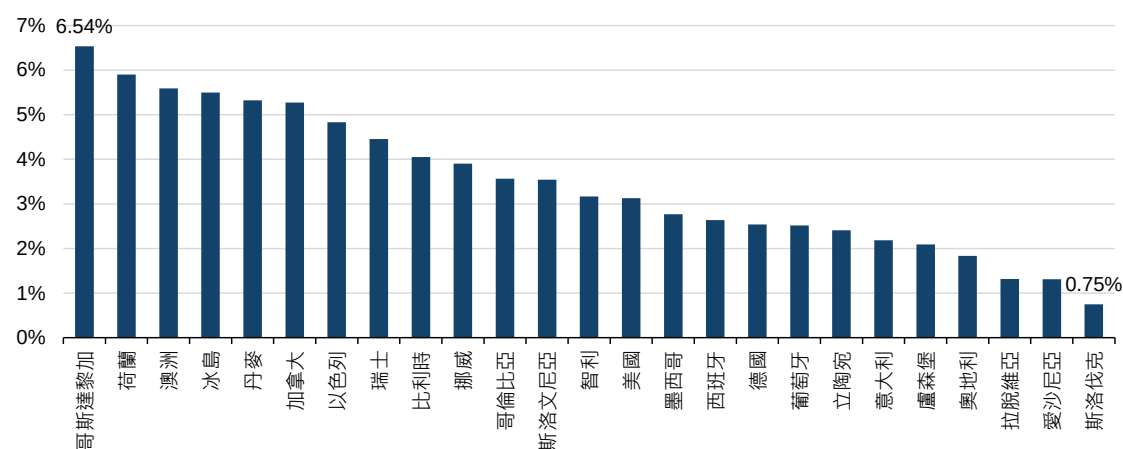
資料來源：OECD《2021 年養老市場重點》(Pension Markets in Focus 2021)的統計附件，2021 年。

(3) 收益率成為投資考慮的重要因素

在全球低利率環境下，養老基金資產需要尋求更為穩健、收益更高的資產，而其作為長期資金，可以放棄對流動性的要求，加大於長期資產的配置，以期獲取更高收益。

根據 OECD 的養老金統計，排名前 20 位的主要國家的退休儲蓄計劃於 2010 年至 2020 年十年間的實際年化收益率平均達 3.99%。其中，哥斯達黎加、荷蘭、澳洲等國家的實際平均收益率最高，分別達 6.54%、5.90%和 5.59%（見圖 8）。

圖 8：主要國家養老基金實際收益率（2010 年至 2020 年的十年年化收益率）



資料來源：OECD《2021 年養老市場重點》(Pension Markets in Focus 2021)的統計附件，2021 年。

2. 國際有代表性的養老基金

目前主要國家的養老基金已成為國際資本市場上舉足輕重的機構投資者，在改善金融資源配置、完善資產定價、促進市場發展方面均發揮着重要作用。

2.1 挪威主權養老基金

挪威主權養老基金（Government Pension Fund Global，簡稱 GPFG）開始是以固定收益為主，成立初期全部投資政府債券；為增強收益，1998 年開始多元化投資，將 40%的基金投資於股票，固定收益資產佔比 60%。

該基金於 2009 年以後逐步變為以股權投資為主，並於 2011 年正式將房地產投資納入作為其資產配置組合的一部分，成為低利率時代下傳統固定收益類資產的補充。表 1 列出該基金的固定收益資產投資策略演變過程。

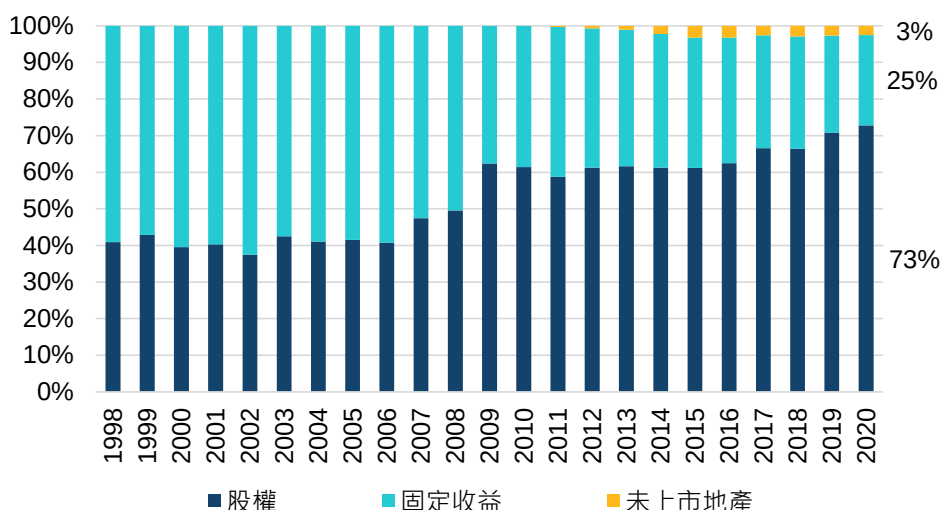
表 1：挪威 GPFG 固定收益資產投資策略調整（截至 2020 年年底）

時間	固定收益投資策略調整
成立之初	全部投資於極低風險的政府債券
1998 年	將固定收益資產的配置目標設定為 60%
2001 年	開始減少對亞洲（以日本為主）及大洋洲市場的投資，增配美國及歐洲政府債券
2002 年	將公司債券與資產證券化產品納入投資範圍
2009 年	將固定收益資產的配置目標下調至 40%，並逐步減少歐洲政府債券和信用債配置
2012 年	將固定收益資產的配置目標下調至 39.3%，增加新興市場政府債券投資比例
2013 年 – 2018 年	逐步下調固定收益資產的配置目標至 30%

資料來源：Norges Bank Investment Management 官網。

2020 年末，該基金的股權類資產佔比 73%，固定收益類資產佔比 25%，未上市房地產投資佔 2%（見圖 9）。

圖 9：挪威 GPFG 按資產類別的年末配置（1998 年至 2020 年）

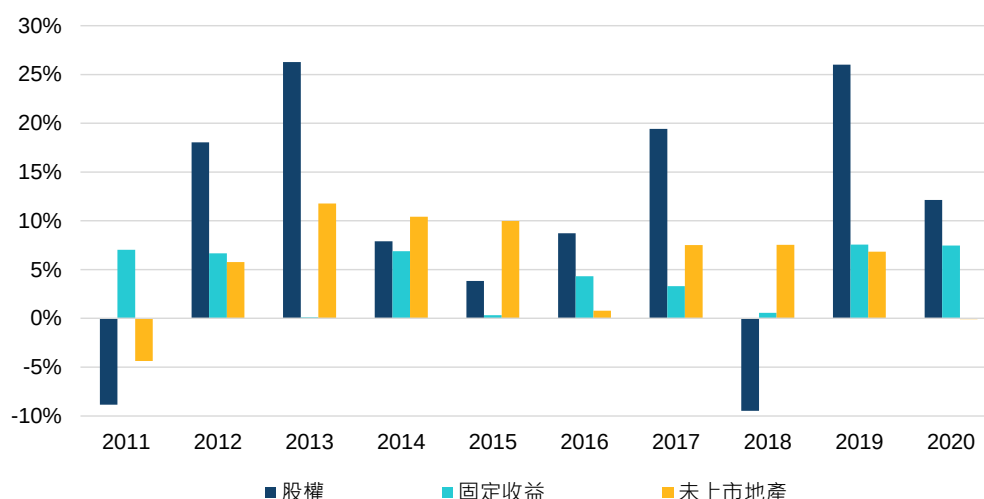


註：由於四捨五入之誤差，數字的總和未必相等於 100%。

資料來源：GPFG 官網，於 2021 年 7 月 29 日獲取數據。

從各類資產貢獻的回報來看，股權資產收益波動性較大，但長時間來看收益最高，體現出高風險高回報的特徵。地產投資長期收益也較好，略低於股權投資，且波動率低；固定收益類資產的收益較為穩健但也較低（見圖 10）。

圖 10：挪威 GPFG 各資產類別的每年收益率（2011 年至 2020 年）



資料來源：GPFG 官網，於 2021 年 7 月 29 日獲取數據。

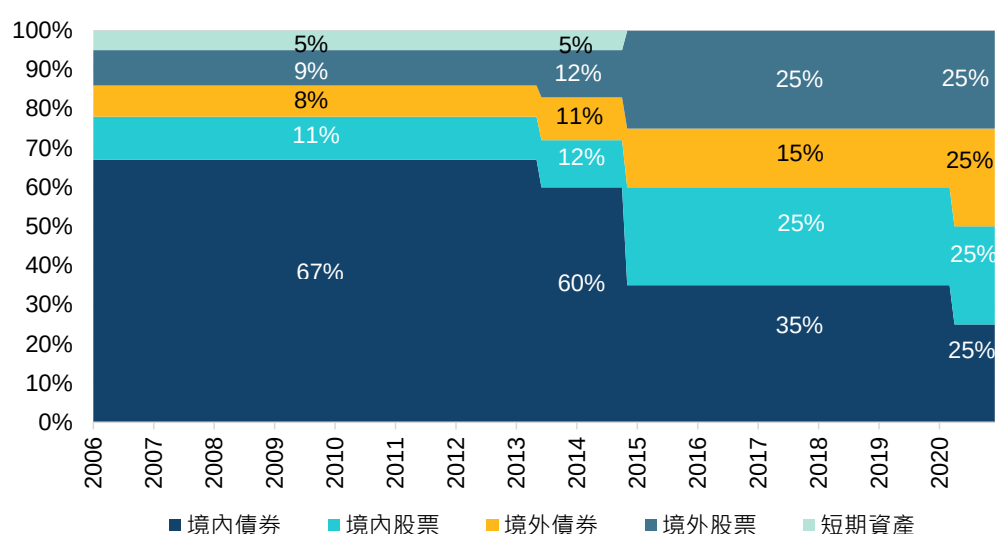
2.2 日本政府養老投資基金

日本政府養老投資基金（Government Pension Investment Fund，簡稱 GPIF）成立之初投資風格保守，以境內債券為主要投資標的。直到 2012 年財政年度（簡稱「財年」）¹⁰結束，境內債券的投資比例仍然高達 60%。

該基金過度集中於本國債券的投資隱藏了較大的系統性風險，因此從 2013 年財年開始，GPIF 逐步調整了資產配置目標：下調境內債券配置比例；提升境內股票、境外債券及境外股票的配置比例。

2020 年末，GPIF 在境內債券、境內股票、境外債券、境外股票上的配置目標比例均為 25%，並可以在一定的目標範圍內浮動（見圖 11）。

圖 11：GPIF 對各類資產的配置目標（2006 年財年至 2020 年財年）



資料來源：GPIF 官網，於 2021 年 7 月 29 日獲取數據。

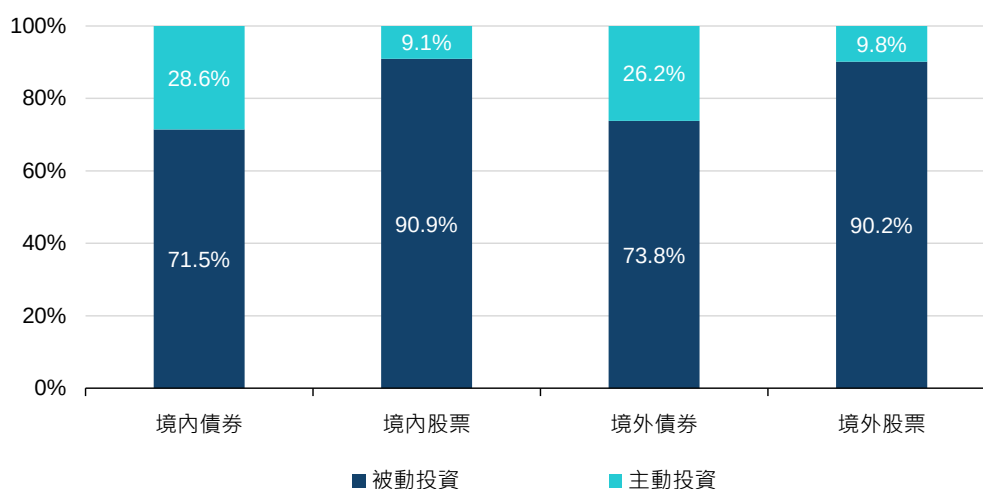
¹⁰ 每財年的期間為上一曆年的 4 月 1 日至下一曆年的 3 月 30 日。2012 年財年是指 2011 年 4 月 1 日至 2012 年 3 月 31 日。

從投資方式來看，GPIF 採取主動與被動投資結合的方式。GPIF 的資金規模大，採用被動指數跟蹤的方式使得資金投向更為均衡。

在境外股票資產被動投資方面，GPIF 主要跟蹤 MSCI ACWI (MSCI - All Country World Index) 指數，國外債券資產被動投資方面，主要跟蹤 FTSE WGBI (FTSE - World Government Bond Index) 指數。

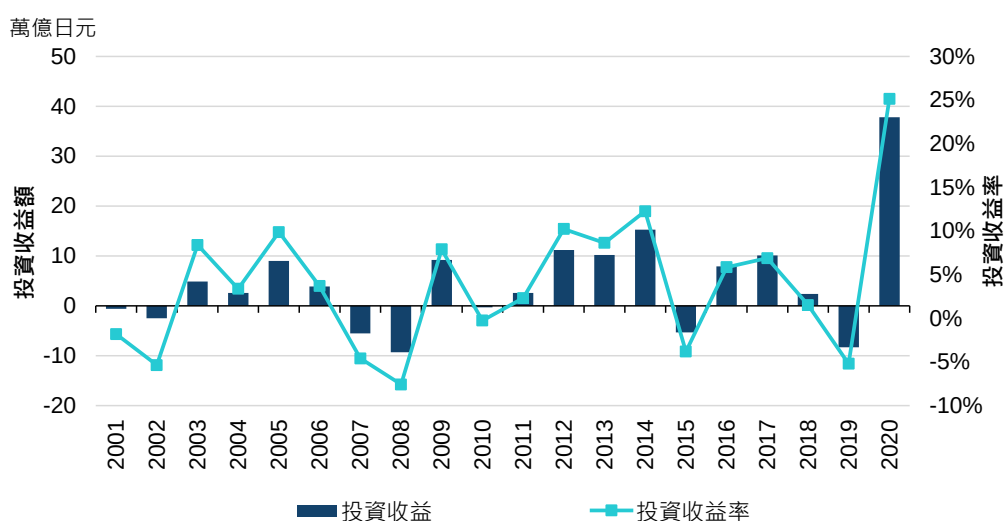
在這樣的配置目標和投資策略下，於 2019 年財年，GPIF 境外投資債券中被動投資的比例達到 73.8% ，而境外投資股票中被動投資的比例達到 90.2% ；2001 年財年至 2020 年財年的平均年度投資收益率為 3.88% (見圖 12 和 13) 。

圖 12：GPIF 於主要資產類別的主動與被動投資配置比例（2019 年財年）



資料來源：GPIF 官網，於 2021 年 7 月 29 日獲取數據。

圖 13：GPIF 各年度投資收益額及收益率（2001 年財年至 2020 年財年）



資料來源：GPIF 官網，於 2021 年 7 月 29 日獲取數據。

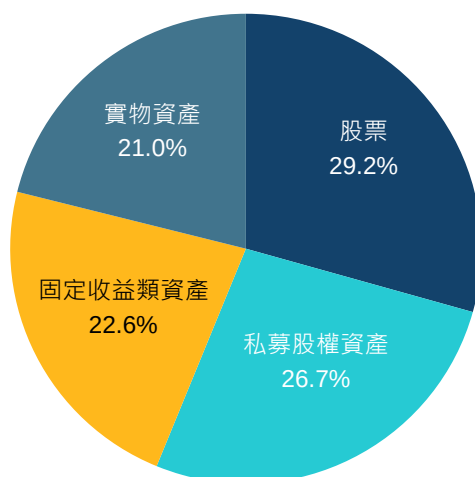
2.3 加拿大養老金計劃

加拿大養老金計劃投資公司 (Canada Pension Plan Investment Board，簡稱 CPPIB) 為加拿大養老金計劃 (Canada Pension Plan，簡稱 CPP) 的投資管理機構。CPPIB 將 CPP 投資的資產

主要劃分為公開市場證券、私募股權投資、實物資產、固定收益類資產等四大類，從而實現風險分散和管理。

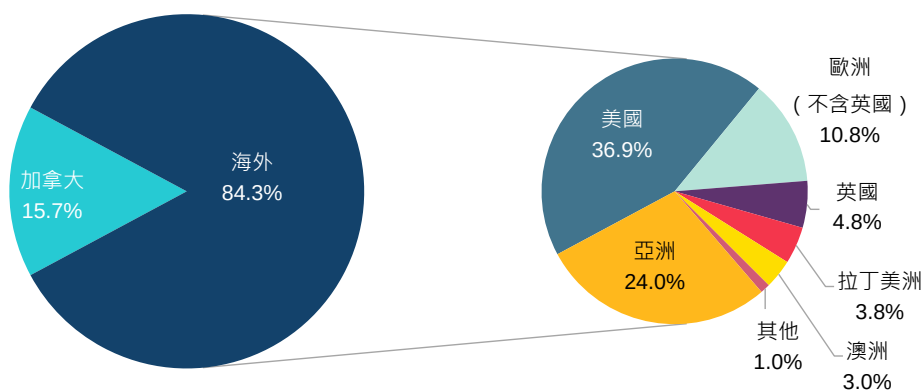
截止 2021 年 3 月底，具體資產配置方面，股票投資佔比為 29.2%，私募股權資產投資佔比為 26.7%，固定收益類資產佔比為 22.6%，實物資產佔比為 21.0%（見圖 14）。資產地區分佈方面，海外資產佔比為 84.3%，國內資產佔比為 15.7%（見圖 15）。

圖 14：CPP 按資產類別的配置（2021 年 3 月 31 日）



資料來源：CPPIB《2021 年年報》。

圖 15：CPP 資產按地區的配置（2021 年 3 月 31 日）

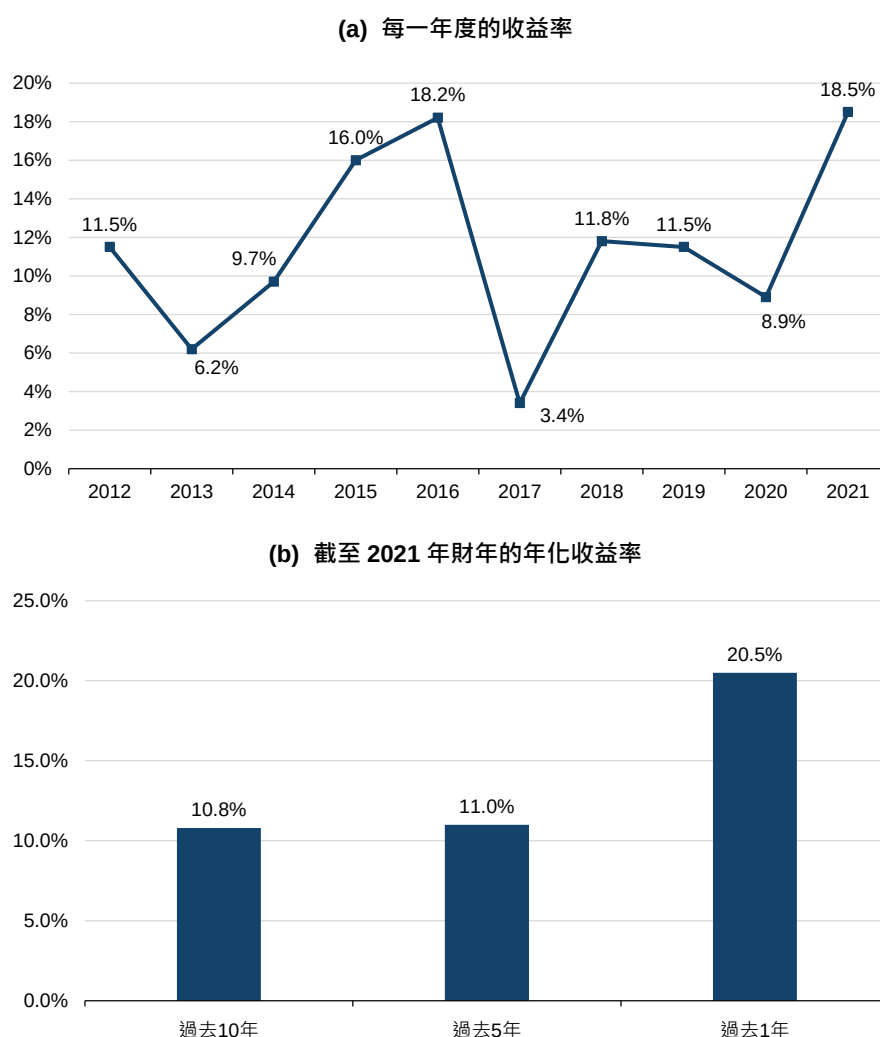


資料來源：CPPIB《2021 年年報》。

在這樣的資產配置下，加拿大 CPP 的投資收益相對突出，2021 年財年¹¹投資收益率為 18.5%，過去 10 年的年化投資收益率為 10.8%（見圖 16）。

¹¹ 每財年的期間為上一曆年的 4 月 1 日至下一曆年的 3 月 31 日。2021 年財年是指 2020 年 4 月 1 日至 2021 年 3 月 31 日。

圖 16：CPP 的投資收益率（2012 年財年至 2021 年財年）



資料來源：CPPIB《2021 年年報》。

2.4 澳洲超級年金

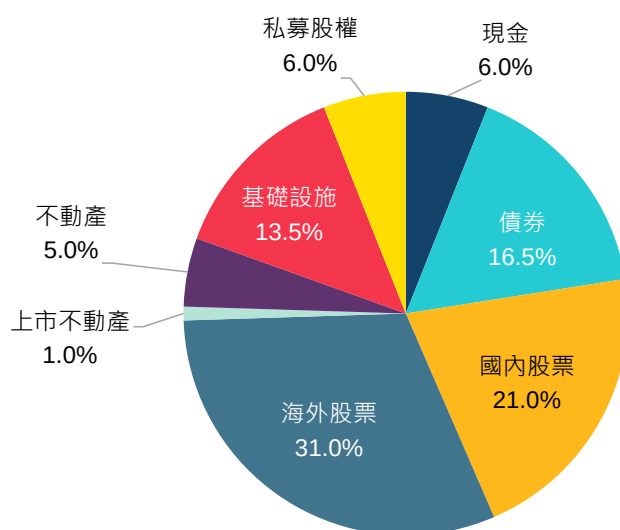
澳洲超級年金（AustralianSuper）是目前國際上第二支柱年金計劃中發展時間較為悠久，且制度完善、市場評價較好的年金制度之一。

2021 年第二季度，該年金的資產配置安排中，股票配置較高，佔比達 52% —— 31%於海外股票、21%於國內股票；債券佔比為 16.5%；而除了股票、債券、現金之外的私募股權、基礎設施等另類資產佔比為 25.5%（見圖 17）。從投資收益來看，2021 年財年¹²的投資收益率為 20.4%，五年年化收益率為 10.4%¹³。

¹² 2021 年財年是指 2020 年 7 月 1 日至 2021 年 6 月 30 日。

¹³ 資料來源：AustralianSuper 網站，於 2021 年 7 月 29 日閱覽。

圖 17：澳洲超級年金按資產類別的配置（2021 年第二季度末）



資料來源：〈PreMixed option asset allocation〉，AustralianSuper 網站上的網頁，於 2021 年 7 月 29 日獲取數據。

2.5 香港強積金計劃

香港人口急劇老化，資料顯示，2016 年香港 65 歲及以上人口比例達 17%，而到 2066 年該比例預計將上升到 37%¹⁴。

香港特別行政區政府於 1995 年制定了《強制性公積金計劃條例》（簡稱《強積金條例》），訂明強積金制度的框架，規定除了豁免人士外，年齡在 18 歲至 64 歲的僱員及自僱人士必須參與註冊強積金計劃。根據世界銀行倡議的多支柱退休保障制度，強積金制度作為香港退休保障制度的第二支柱，與其他支柱相輔相成，成為香港退休保障制度中重要的組成部分。隨着強積金制度的實施，香港已有約八成半¹⁵的就業人口享有退休保障。

在日常運作中，香港強制性公積金計劃管理局（簡稱「積金局」）作為監管機構，負責規管及監督強積金計劃的運作，就強積金的投資制定規則和指引，對強積金的投資活動做出一般限制。日常的營運投資管理則完全交由私營機構來負責。

強積金的特點在於它屬個人資產，不涉及財富再分配，可以由計劃成員因應個人所需作不同選擇，可投資於不同的市場和資產。

根據香港積金局的最新安排，上海證券交易所、深圳證券交易所、印尼證券交易所，以及波蘭華沙證券交易所已納入核准證券交易所名單¹⁶，強積金基金投資於以上市場的資產比例不再受基金資產淨值 10% 上限限制，投資經理可以有更大投資彈性，投資包括內地 A 股在內的香港以外市場，有助分散投資風險，同時捕捉不同地區的投資機遇，爭取更佳回報。強積金計劃的產品類別亦相當多元，包括不同類別的基金，例如追蹤指數基金，房地產投資信託基金及黃金交易所買賣基金等。

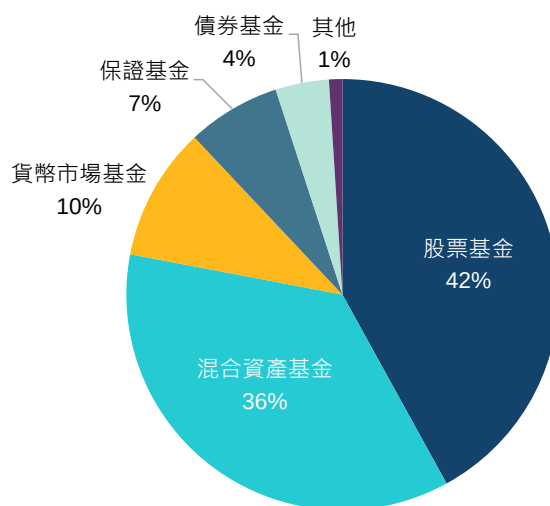
¹⁴ 資料來源：香港統計月刊，載於香港政府統計處網站，2017 年 10 月。

¹⁵ 資料來源：〈強積金制度背景之強積金的角色〉，積金局網站上的網頁，2021 年 5 月 6 日更新版，於 2022 年 8 月 10 日閱覽。

¹⁶ 有關安排已於 2020 年 11 月 13 日刊憲後生效，使核准證券交易所數目於 2020 年 11 月增加至 44 家（資料來源：〈細看積金投資 20 年〉，載於積金局網站的網誌，2021 年 2 月 18 日）。

強積金計劃中配置佔比最高的是股票基金和混合資產基金，於 2020 年年底分別佔比 42% 和 36%，其次是貨幣市場基金和保證基金，分別佔比 10% 和 7%，債券基金僅佔 4%（見圖 18）。通過多元化的投資選擇，至 2020 年年底，強積金總資產規模累積已有約 11,400 億港元，其中約 4,100 億港元（36%）為扣除收費後的淨投資回報，制度自 1995 年實施以來至 2020 年年底的平均年化回報率達 4.8%，跑贏同期通脹率的 1.8%¹⁷。

圖 18：香港強積金按資產類別的配置（2020 年 12 月 31 日）



資料來源：《強制性公積金計劃統計摘要》，2020 年 12 月。

3. 中國內地的養老保障體系

3.1 中國內地的老齡化趨勢

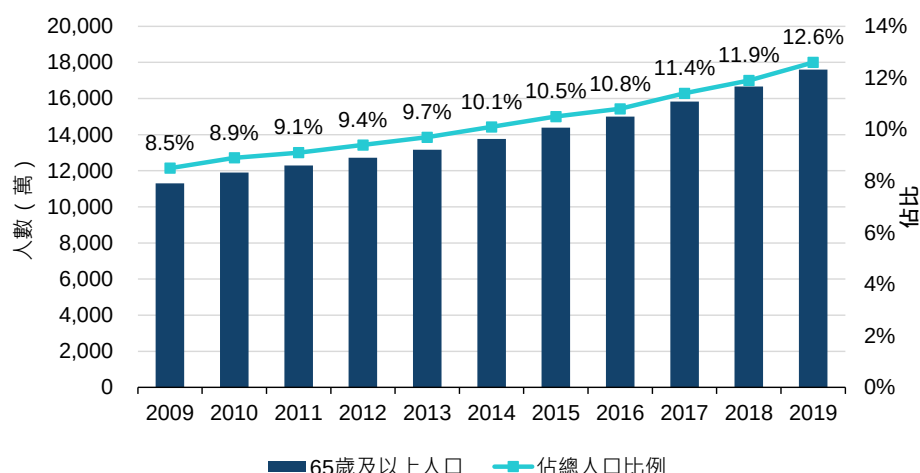
龐大的老齡人口、其佔人口比例的不斷攀升與養老儲蓄的不足使得中國內地政府在解決老齡化問題上面對巨大挑戰。

數據顯示，中國內地 65 歲及以上老齡人口數量及佔比持續增長。從 2009 年到 2019 年，中國內地 65 歲及以上老齡人口總數由 1.1 億人增長至 1.76 億人，佔總人口比例由 2009 年的 8.5% 增加至 2019 年的 12.6%（見圖 19）。

勞動力人口的迅速減少和老齡人口的持續快速增加將大大增加財政負擔，有效和專業的養老體系制度將是減輕人口老齡化負擔的一個途徑。

¹⁷ 資料來源：〈強積金切合香港社會〉，載於積金局網站的網誌，2021 年 2 月 18 日。

圖 19：中國老齡人口數量及佔比（2009 年至 2019 年）



資料來源：Wind。

3.2 三支柱養老保障體系的發展現狀

自上世紀 90 年代中國建立基本養老保障制度以來，中國已基本構建了政府、企業、個人共同支撐的三支柱養老保障體系¹⁸。

三支柱框架體系不僅強調政府、企業、個人責任共擔，而且對不同支柱的功能定位加以區別，以更有效地應對老齡化，緩解公共養老金資金缺口壓力，同時還前瞻性地提出要重視投資收益，以實現個人養老責任和資本市場發展的良好互動。

但是，目前中國內地養老金體系在分散資產風險、長期保值增值能力，推動養老金市場化管理等方面仍面臨一定挑戰。

第一，人口老齡化導致社保收支缺口擴大，財政補貼壓力增加。

隨着中國人口老齡化加劇以及長壽人口的增加，第一支柱收支不平衡及給付壓力已日益顯現。

2013 年以來，第一支柱基本養老收支缺口不斷擴大，徵繳保費不足以覆蓋當年支出，政府財政補貼成為社會保險基金重要收入來源之一。

中國社會科學院世界社保研究中心在 2019 年發表的《中國養老金精算報告 2019-2050》中指出：「中國養老金制度發展迅速，近五年來，制度收入端在覆蓋面和徵繳力度上均有所提升，但同時隨着人口老齡化程度加深，養老保險制度支出壓力加大，財務可持續性隱憂浮現」。

為此，2019 年國務院《政府工作報告》已提出「推進多層次養老保障體系建設」來解決養老保險可持續發展的問題。其中，通過對養老基金資產投資管理方式的改革和創新來提升養老金籌資能力，將是實現養老金合理增長並化解未來支付風險的重要途徑。

¹⁸ 第一支柱包括政府負責執行的基本養老保險及其儲備基金；第二支柱作為補充養老金，包括企業年金和職業年金；第三支柱則是商業養老保險，主要為個人儲蓄性養老保險。

第二，基本養老保險基金實際開展委託投資營運的規模有限。

截止 2020 年，作為第一支柱的基本養老保險基金累計結存 5.8 萬億元人民幣¹⁹，但基本養老保險基金的實際投資規模遠小於其累計結餘。

2016 年開始，全國社會保障基金理事會（簡稱「社保基金會」）開始統一受託管理地方的基本養老保險基金結餘資金，但截至 2018 年末，各地地方實際劃入委託資金本金只有 6,050 億元人民幣²⁰。

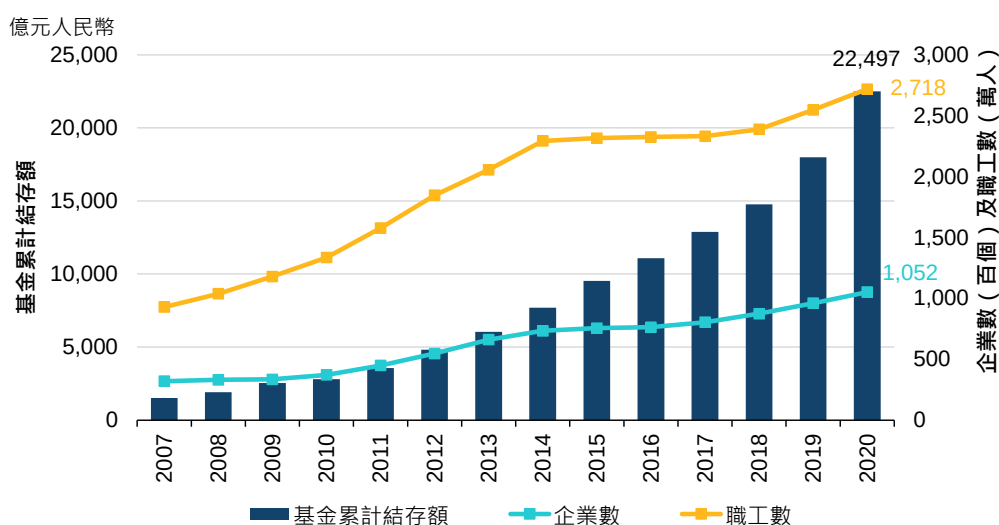
2020 年，所有省份均啟動實施了基本養老保險基金委託投資工作，截至 2020 年年底，委託投資合同規模 1.24 萬億元人民幣，到賬金額 1.05 萬億元人民幣，只佔當年基本養老保險基金結餘比例約 17%²¹。

第三，企業年金等養老保險基金存在更大的發展空間。

第二支柱包括企業年金和職業年金兩部分。其中，企業年金採取自願參與形式，雖然整體規模及覆蓋率均不及基本養老保險，但正在穩步增長。

截至 2020 年末，共有 10.52 萬戶企業建立了企業年金，參加職工有 2,717 萬人，基金累計結存 2.25 萬億元人民幣（見圖 20）。職業年金覆蓋超過 4,100 萬人，資金積累超過 1.6 萬億元²²，亦是健全多層次養老保險體系的重要組成之一。

圖 20：企業年金的累積結存及參與的企業數量與覆蓋職工人數（2007 年至 2020 年）



資料來源：人社部〈2020 年度全國企業年金基金業務資料摘要〉。

企業年金基金的資產配置以固定收益類資產為主，2014 年至 2020 年投資固定收益類資產的資產淨值佔比平均達到 80%，而權益類資產佔比相對較低，資產淨值平均佔比約為 9.3%²³（各年的資產配置比例見圖 21）。

¹⁹ 資料來源：人社部〈2020 年度人力資源和社會保障事業發展統計公報〉。

²⁰ 資料來源：高慶波〈基本養老保險基金投資：規模、約束與政府選擇〉，中國社會科學院世界社保研究中心工作論文編號 114-20201012。

²¹ 資料來源：人民日報〈社保基金累計結餘 6.13 萬億元〉，載於中央人民政府網站，2021 年 2 月 2 日。

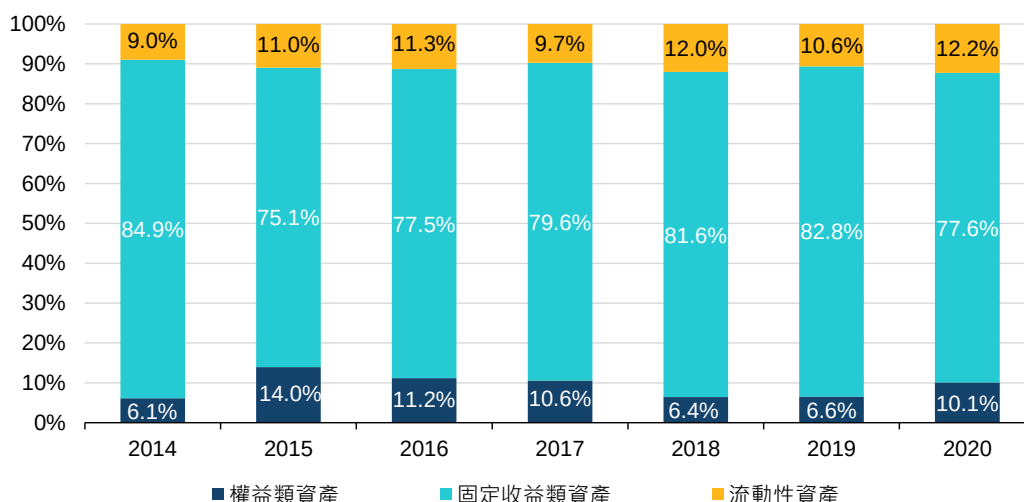
²² 資料來源：中國社會保險學會副會長唐霽松在第二屆社會保障管理論壇上的致辭，2021 年 10 月 23 日。

²³ 資料來源：人社部各年的〈全國企業年金基金業務資料摘要〉。

以固定收益類為主的投資結構使得企業年金的收益率較為平穩。2007 年至 2020 年，企業年金平均收益率為 7.7%，僅有 2008 年和 2011 年出現了負收益（見圖 22），波動相對較小，而同時期社保基金會運作的社保基金平均收益率為 9.8%，高於企業年金。

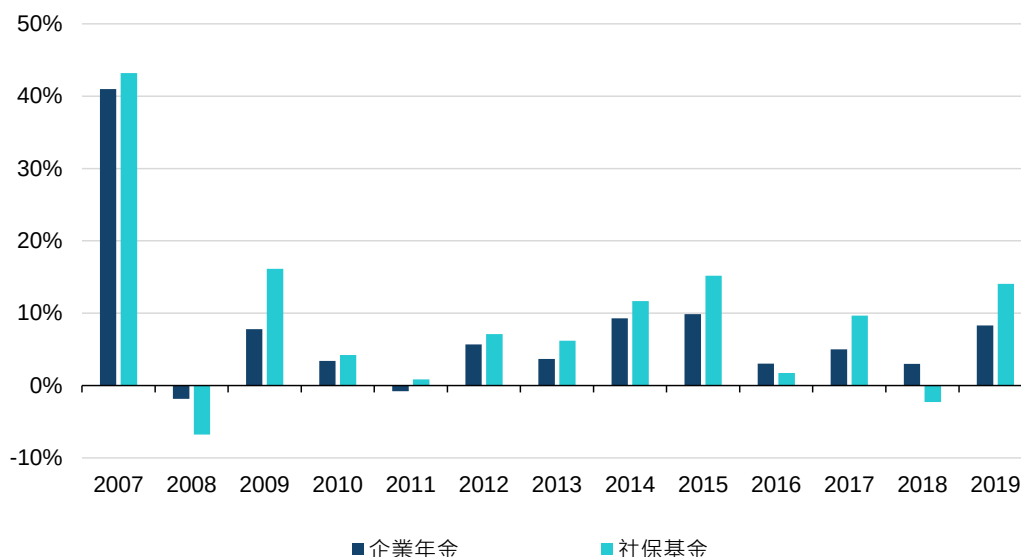
這主要受到兩者投資範圍差異的影響，例如在股票投資比例的規限方面，社保基金允許投資證券投資基金和股票投資的比例上限為 40%，企業年金以往的上限則為 30%。

圖 21：企業年金的資產配置（2014 年至 2020 年）



資料來源：人社部各年的〈全國企業年金基金業務資料摘要〉。

圖 22：企業年金與社保基金的歷年收益率（2007 年至 2020 年）



資料來源：人社部〈2020 年全國企業年金基金業務資料摘要〉；社保基金會的社保基金歷年收益情況表。

2020 年 12 月 30 日，人力資源社會保障部（簡稱「人社部」）發布《關於調整年金基金投資範圍的通知》（人社部發【2020】95 號），之後與年金（包括企業年金與職業年金）相關的其他政策亦相繼作出修訂，對年金基金投資範圍和權益類投資比例進行了調整，年金基金投資權益類（即股票）資產比例上限提高至 40%，與社保基金保持一致。同時允許年金基金通過股票型養老基金產品或公募證券投資基金投資「港股通」合資格股票，也新增國債期貨、資產支持證券、同業存單等合資格品種作投資。

新的政策將拓寬年金基金的投資渠道和市場範圍，年金基金的資產配置將更加靈活多樣，權益類資產投資比重的向上調整帶動收益率提高，年金基金管理市場將呈現新的發展格局。

4. 內地養老基金可通過「港股通」在境內和境外兩個市場優化配置資源

4.1 多元化的港股市場

目前內地投資者通過「港股通」可投資的香港市場，涵蓋了科技、教育、金融、地產、生物醫藥等眾多行業，不少投資標的對內地投資者來說具有一定獨特性和稀缺性。其中既有大型中資金融、能源、通信、地產公司，也有在全球資訊科技高速發展中崛起的科技類龍頭企業，以及在香港第二上市的中國概念股。

此外，港股通還覆蓋了眾多傳統港資企業，有利於養老基金投資者充分利用境內和境外兩個市場優化配置資產，廣泛選擇各市場龍頭企業作為投資標的，充分利用跨市場投資的機會。

再者，港股市場與 A 股市場的走勢不完全一致、回報各異（見圖 23），這意味着同時投資這兩個市場，可擴大組合投資的有效邊界，有效平滑單一市場投資造成的回報波動，起到分散風險的作用。

圖 23：A 股和 H 股指數的每日收市走勢（2010 年至 2021 年 8 月底）

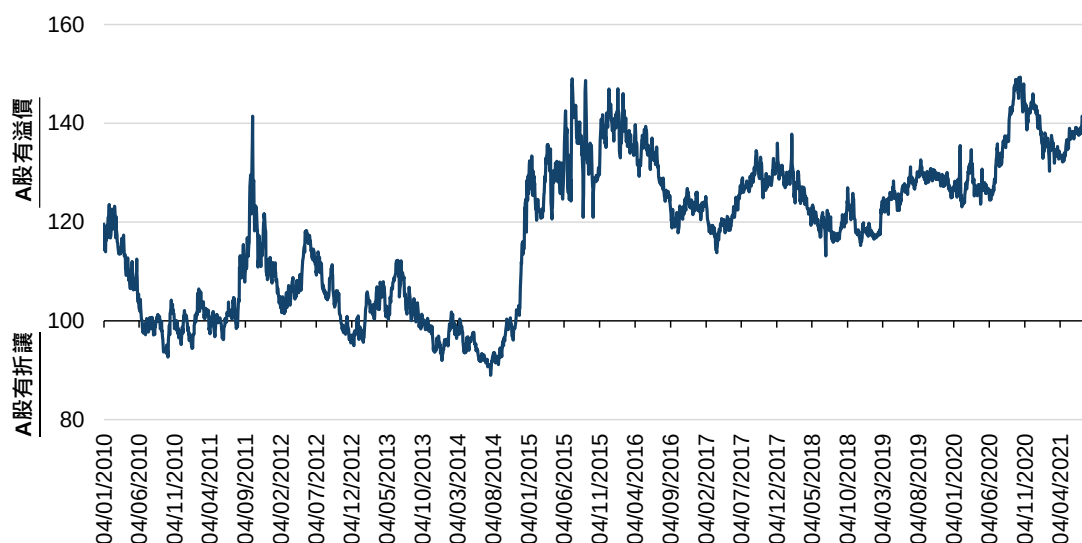


資料來源：Wind。

從估值角度看，以 A+H 公司（即既有 H 股在香港上市、也有 A 股在內地上市的公司）為例，H 股相對於 A 股通常有一定程度的折價（見圖 24）。港股可以為養老基金提供較好的安全邊際²⁴，以更低成本獲取資質相同的資產。

²⁴ 「安全邊際」是指股價與企業內在價值之間的差距，內在價值比股價高出越多，安全邊際就越高。

圖 24：恒生滬深港通 AH 股溢價指數每日收市走勢（2010 年至 2021 年 8 月底）



註：該指數旨在反映 A+H 公司所發行的，為「滬深港通」的北向通/南向通合資格證券的 A 股及 H 股之間的平均價差。當指數愈 100 時，表示 A 股相對 H 股存在溢價；反之，則表示 A 股相對 H 股存在折讓。

資料來源：Wind。

2018 年香港上市制度改革加速港股新經濟生態圈的形成。2018 年香港交易所的上市規則改革，允許不同投票權架構的新興及創新產業發行人上市，同時允許尚未盈利或者未有收入的生物科技發行人上市。

其後，新經濟公司在香港新股市場融資額中的佔比大幅上升，自上市新規實行之前的 2016 年的 15%與 2017 年的 35%上升至 2020 年的 63%²⁵。

2021 年，共有 59 家新經濟公司成功上市，融資額達 2,910 億港元，佔當年 IPO 融資總額的 88%；於該年年底，已上市的新經濟公司數目達 198 家，佔港股總市值超過 20%²⁶。新經濟公司股份的成交額佔市場總交易額的比重於 2020 年達 21%、於 2022 年 1-9 月達 22.5%²⁷。從這多項統計數字可見「新經濟」逐漸替代「老經濟」成為香港市場重要的組成部分。

2018 年的上市制度改革同時設立新的第二上市渠道，吸引在海外交易所（尤其是紐約證券交易所或納斯達克交易所）上市的合資格的中概股來港上市。據報導，截止 2022 年 7 月 13 日，已有 26 家中概股公司完成赴港第二上市或雙重主要上市，市值佔香港整體市場 14%²⁸，進一步增強香港股票市場的多元化特徵。

4.2 香港市場逐步成為內地資金的海外資產配置中心

2021 年年底，內地居民通過港股通持有港股資產約 2.25 萬億港元，佔港股總市值的 5.21%²⁹。

以「穩健審慎和安全性」為投資原則的內地保險資金，也已分別在 2016 年和 2017 年獲當時的中國保險監督管理委員會³⁰批准投資「港股通」股票，社保基金也於 2017 年啟動港股投資。

²⁵ 資料來源：香港交易所。

²⁶ 資料來源：香港交易所。

²⁷ 資料來源：香港交易所。

²⁸ 資料來源：〈中概股回歸——至今佔港股市值 14%〉，載於《Yahoo 財經》，2022 年 7 月 26 日。

²⁹ 資料來源：香港交易所。

³⁰ 已與中國銀行監督管理委員會於 2018 年合併為中國銀行保險監督管理委員會。

自人社部於 2020 年年底發佈通知（見上文 3.2 節），將「香港市場投資」納入內地年金基金的投資範圍後，內地年金基金可通過股票型養老金產品或公開募集證券投資基金投資「港股通」合資格股票。

2021 年 1 月底，首批來自 5 家內地年金管理人的 5 隻「港股通」養老金產品已獲准發行，同年 4 月，另有多隻「港股通」養老金產品獲批。

隨着第二支柱企業/職業年金採用「港股通」渠道積累經驗後，內地養老金體系可以考慮不斷借鑒國外養老基金投資營運的制度和經驗，進一步考慮將「港股通」納入到第一支柱的基本養老金的投資範圍內，這不僅有利於實現中國養老金的多個管理目標，包括市場化、多元化、分散系統風險，以及保障資產安全等，還可以推動中國養老基金成為國際資本市場上舉足輕重的機構投資者群體。

5. 結語

作為典型的長期資金，養老基金的市場化投資管理模式偏重穩健增值。

在當前推動中國經濟結構調整、轉向以內需為主的雙循環發展時期，金融資產的比重提升對消費的刺激能力將會加強，促進財富效應發揮作用。

再者，養老基金市場化的投資管理亦對資本市場起到穩定與促進發展的作用。其一，養老基金投資管理機構對價值投資的追求，會緩解市場上的「羊群效應」，降低市場波動幅度；其二，養老基金作為長期資金，其核心資產的持有期長，交易頻率相對較低，可降低市場大幅波動的概率；其三，市場化的投資管理能夠完善市場多元化的投資風格，改善養老基金投資管理機制，提升養老基金投資管理的靈活性，為市場環境變化做好準備。

在步入老齡化社會的當下，中國內地可借鑒國際公共養老基金的投資管理經驗，提升中國養老基金的投資管理能力。此外，進一步將「港股通」投資納入到養老金體系中，會有利於實現中國養老金的多個管理目標，包括市場化、多元化、分散風險，以及保障資產安全等，同時也可以推動中國養老基金成為國際資本市場上舉足輕重的機構投資者。

免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

香港交易及結算所有限公司

香港中環康樂廣場8號
交易廣場2期8樓

hkexgroup.com | hkex.com.hk

info@hkex.com.hk
電話 +852 2522 1122
傳真 +852 2295 3106