

2018年11月



**麦剑豪**  
景顺香港退休金  
主管及亚太区  
投资方案总监



### 摘要

- 中国政府最近针对个人商业养老金所发布的指引开启了中国组合型基金市场，目标日期基金预期将成为更受欢迎的产品之一
- 目标日期基金的市场规模初步估计介于人民币1,120亿元至1.88万亿元
- 随着中国人口老龄化、家庭收入增长及持续的政策改革，组合型基金市场有望迎来更快速的发展

最近，中国推出了首批养老目标基金，这是内地个人商业养老金市场和资产管理行业发展的一个重要里程碑。首批推出的14只基金均为组合型基金，它们都根据中国证券监督管理委员会（证监会）指引，采用目标日期或目标风险策略。

景顺与来自英国剑桥大学贾吉商学院的一组金融研究生团队合作，共同探讨了这些发展可能对中国组合型基金市场产生的影响。团队相信，凭借独特的配置结构和策略，目标日期基金将在中国的养老金产品中获得更多青睐。据研究显示，相关基金市场规模最高可达人民币1.88万亿元。

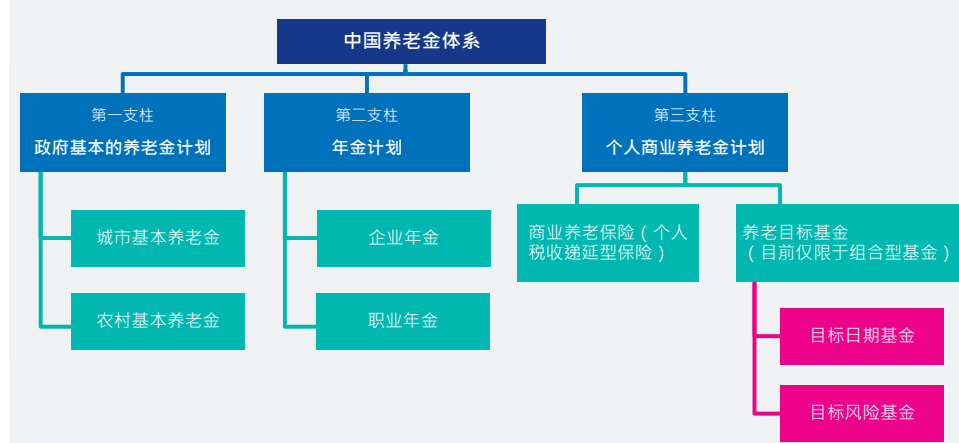
但这些数据只是初步估计，我们认为，随着中国家庭的财富保值和增值方式由存款向投资过渡，个人商业养老金市场有望实现更为广泛的增长。此外，预计政府也将为个人商业养老金市场提供更多的政策支持，以推动其发展成为一个可靠和健全的体系，从而满足中国老年人口的退休需求。截至2017年底，中国老年抚养比为15.9%，较2016年的15%<sup>1</sup>高出近一个百分点。我们认为，利益相关人士有望受益于中国个人商业养老金市场的巨大增长潜力。

1. 中国国家统计局，2018年10月17日。老年抚养比为65岁或以上的老年人口数除以15岁至64岁之间的劳动人口数。

## 通过目标日期基金发展第三支柱

中国决策者近期发布了有关发展个人商业养老金市场的计划。该市场包括养老保险计划和退休投资产品，被视为养老金体系的第三支柱（图1）。此次计划的发布是由于前两大支柱（政府养老保险及企业年金）所承受的压力不断增大。

图1: 中国养老金体系



在针对第三支柱所推出的计划当中，包括了证监会有关养老目标基金（也称作退休投资基金）结构的指引（表1）。指引表示，这类基金应为组合型基金或其他经批准的形式，而且只可采用目标日期、目标风险或经证监会批准的其他策略。

证监会倾向于组合型基金并不意外。养老金投资的重点更多在于风险控制，而非寻求回报。此外，在既定的风险水平下，组合型基金与其他基金类别相比所取得预期回报通常更高。作为多只基金的组合，组合型基金可为投资者提供更加多元化的投资组合。

在中国，我们相信目标日期基金在各类组合型基金当中将更受青睐。此类基金采用“滑道”策略对资产配置进行逐步的调整，随着目标日期的临近，原本关注增长的配置将逐渐侧重于收益。这样一来，即便投资者对金融不太熟悉，仍可轻松理解基金是如何运作的，因此成为更具吸引力的退休规划方式。

表1：中国个人商业养老金市场的近期发展

2017年6月：国务院发布了有关推出商业养老保险产品的指引。

2018年3月：证监会发布了有关养老目标基金的指引。

2018年5月：针对个别城市开展个人税收递延型养老保险试点项目。

2018年8月：证监会批准以组合型基金形式推出养老目标基金。

## 中国目标日期基金市场

中国的目标日期基金市场将可以有多大的规模？在此方面，美国是一个很好的参考。目前，美国养老金市场已发展成熟，目标日期基金被广泛应用。过去10年，美国目标日期互惠基金流入净额达5,210亿美元。<sup>2</sup>截至2017年，资产总额已达到1.1万亿美元，较前一年增加约2,290亿美元或25.8%。<sup>3</sup>

团队通过参考公开可用的数据<sup>4</sup>计算出可能投资于目标日期基金的个人数量范围及每人每月的供款金额，从而估算出中国目标日期基金市场的潜在规模。根据2017年的数据，目前全年的市场规模估计介乎人民币1,120亿元至1.88万亿元（见图2）。

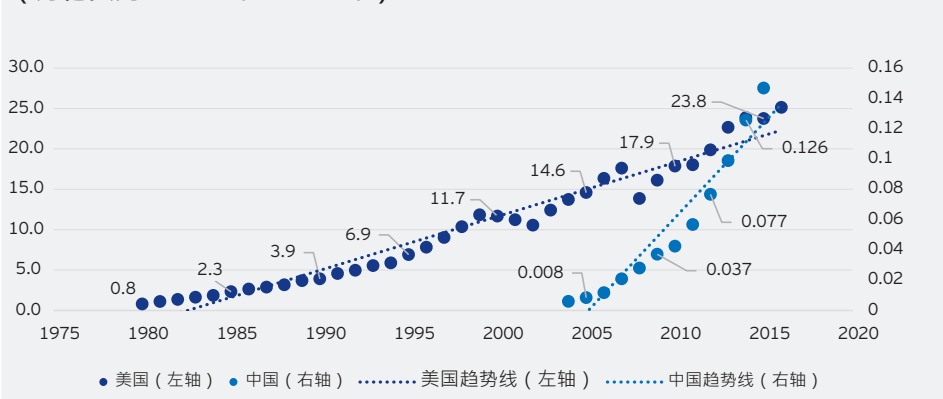
2. 《2018年投资公司行业运行报告》(2018 Investment Company Fact Book)，美国投资公司协会。  
3. 《2018年投资公司行业运行报告》(2018 Investment Company Fact Book)，美国投资公司协会。  
4. 《2017年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，中国人力资源和社会保障部。

图 2: 中国目标日期基金的潜在市场规模估计

敏感度分析		每人每月额外供款 (人民币元)				
		400	600	800	1000	1200
参与人数 (百万)	23.31	112 (十亿)	168	224	280	336
	32.66	157	235	314	392	470
	65.32	314	470	627	784	941
	97.98	470	705	941	1,176	1,411
	130.64	627	941	1,254	1,568	1,881

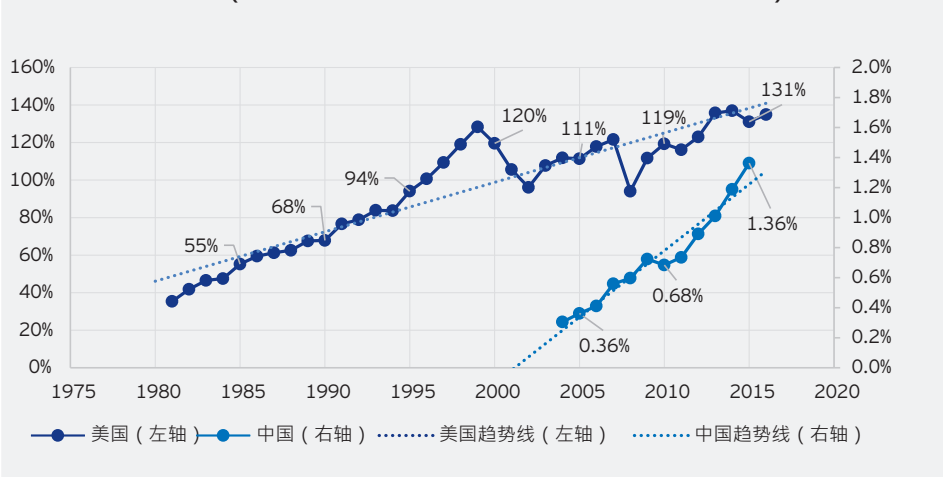
当然，人民币1.88万亿元的上限并非绝对。在美国，2016年私人养老金计划（包括目标日期基金）共持有约25.13万亿美元资产，占国内生产总值的134.9%（见图3和图4）。而目前中国的私人养老金计划的资产总额为1,593.6亿美元，仅占国内生产总值的1.5%，因此仍有巨大的上升空间。<sup>5</sup>同时，中国的人均可支配收入的增速高于国内生产总值增长，2013年至2017年之间的人均可支配收入年复合增长率为7.24%。<sup>6</sup>随着中国家庭的财富不断增长，财富保值或增值方式可能由存款过渡为投资。因此，养老金资产预计将快速增长。

图 3: 养老基金资产 (第二支柱+第三支柱) (万亿美元, 1980年至2015年)



资料来源：经合组织。

图 4: 养老基金资产总额 (第二支柱+第三支柱) 所占国内生产总值比重 (共占国内生产总值百分比, 1980年至2015年)



资料来源：经合组织。

5. Pensions at a Glance 2017 - OECD and G20 Indicators · 经合组织。

6. 中国国家统计局。

## 未来展望

尽管存在这些有利趋势，但中国目标日期基金市场的前路仍不平坦。目前，内地有关基金规模或衍生工具的使用仍有改善空间。同时，目标日期基金仍不能与个人税收递延型养老保险一样，享受之前政府针对养老保险计划实施的税收优惠政策。我们期待有关目标日期基金的税收优惠政策进一步明朗化。

尽管如此，截至目前所推出的指引与政策令我们看好目标日期基金的市场潜力。多年来，养老金改革一直是社会焦点，而近期政府有关个人商业养老金板块的指引突显出其进一步推动该领域发展的意愿。这将利好目标日期基金市场乃至更为广泛的养老目标基金市场。有关当局目前针对个别城市的个人商业保险计划推出个人税收递延政策试点计划，我们认为，这项政策有望扩展至养老目标基金，以确保个人商业养老金这第三支柱的均衡发展。同时，深化资产管理行业的改革对发展目标日期基金市场也至关重要。我们相信，越来越多的金融产品将应运而生，从而推动目标日期基金市场取得更大的发展。

中国目标日期基金市场、组合型基金市场及其个人商业养老金板块仍处于初步发展阶段。然而，尽管存在上述限制，但政府近期的举动已表明其有意促进市场发展，从而满足国内的退休需求。国内资产管理人已经开始积极推出符合官方要求的目标日期和目标风险基金。对那些想发掘市场潜力和机遇的利益相关人士来说，是有理由保持乐观态度的。

## 重要信息

本文件拟仅供香港的投资者、新加坡的机构投资者 (Institutional Investor) / 认可投资者 (Accredited Investor)、中华人民共和国获地方监管机构认可的若干特定主权财富基金或获授境外外汇投资额度的合格境内机构投资者, 及/或台湾的特定合格机构 (Qualified Institutions) / 专业投资机构 (Sophisticated Investors) 使用, 只作资料用途。本文件并非要约买卖任何金融产品, 亦不拟且不应分派予公众人士或以此作为依据。不得向任何未获授权人士传阅、披露或散播本文件的所有或任何部分。

本文件的某些内容可能并非完全陈述历史, 而属于“前瞻性陈述”。前瞻性陈述是以截至本文件日期所得资料为基础, 景顺并无责任更新任何前瞻性陈述。实际情况与假设可能有所不同。概不保证前瞻性陈述 (包括任何预期回报) 将会实现, 或者实际市况及 / 或业绩表现将不会出现重大差距或更为逊色。

本文件呈列的所有资料均源自相信属可靠及最新的资料来源, 但概不保证其准确性。所有投资均包含相关内在风险。请在投资之前获取并仔细审阅所有财务资料。文内所述观点乃根据现行市况作出, 将不时转变, 而不会事前通知。有关观点可能与景顺其他投资专家的意见有所不同。

于部分司法管辖地区分发和发行本文件可受法律限制。持有本文件作为营销材料之人士须知悉并遵守任何相关限制。本文件并不构成于任何司法管辖地区的任何人士作出未获授权或作出而属违法之要约或招揽。

本文件在下列国家 / 地区刊发：

- 在香港, 由景顺投资管理有限公司 (Invesco Hong Kong Limited) 刊发, 地址: 香港中环花园道3号, 冠君大厦41楼。本文件未经证券及期货事务监察委员会审核。
- 在新加坡, 由Invesco Asset Management Singapore Ltd刊发, 地址: 9 Raffles Place, #18-01 Republic Plaza, Singapore 048619。
- 在台湾, 本文件由景顺证券投资信托股份有限公司提供。地址: 台北市信义区松智路1号22楼; 电话: 0800-045-066  
景顺投信独立经营管理