

強積金核心基金首選通脹掛鈎投資

陳茂峰博士

御峰理財有限公司董事總經理

積金局在 6 月 24 日發表一份諮詢文件，展開為期 3 個月的公眾諮詢，建議統一強積金計劃現在的「預設基金」，以新設的「核心基金」替代。積金局建議的核心基金，是一系列的目標日期基金 (target date funds)、或資產配置隨時間遞變的人生階段基金組合 (life cycle portfolio，亦叫 life style portfolio)。這種隨年齡調整組合資產比重的投資產品，本文統稱人生階段組合。

核心基金的需要

積金局建議核心基金是低收費的被動（指數化）投資，基金開支比率控制在 1% 之下。積金局的建議，是針對現存的一系列問題，包括預設基金不統一、強積金計劃收費偏高、打工仔不懂退休儲蓄的投資理念、打工仔沒有能力選擇合適的強積金計劃成分基金。

積金局在 2013 年的調查發現，有 24.1% 的打工仔沒有替自己的強積金選擇成分基金。但香港投資基金公會、香港信託人公會和香港保險業聯會在 2012 年的調查，顯示少於 20% 打工仔投資於預設基金，金額估計占強積金總資產 10% 以下。投資預設基金的打工仔，可能是沒有挑選成分基金而給撥入，亦可能是自己挑選。按諮詢文件說，強積金計劃信託人不能分辨預設基金的打工仔屬哪一類。但有理由相信，預設基金的打工仔，多是低收入、低學歷、低技能的基層。這些亦是最需要退休保障。積金局如果做一做數據挖掘 (data mining)，便可核證這個專家估計 (expert guess) 很靠譜。

不管叫預設基金抑或核心基金，這個懶人基金有其存在需要。核心基金需要低費用、低風險、合理回報、設計簡單、容易操作。能完全符合這些要求的投資產品，絕無僅有，核心基金首選是投資 iBond 這些通脹掛鈎債券的組合。積金局諮詢檔建議的人生階段投資，不能完全符合這些條件，只是次選。

人生階段組合的缺憾

塞繆爾森 (Paul A. Samuelson) 和莫頓 (Robert C. Merton) 等經濟學大師早在 1969 年便提出人生階段投資的理論，認為投資者的風險承受能力和投資期成正比關係，因此投資者隨年齡遞增而降低股票投資比重。以這個理念成立的基金，成為美國退休金 401(k) 和 IRA 重要選擇。香港積金局提議以人生階段組合作為核心基金，有其道理。

但人生階段組合有三大問題：第一是不能夠保證投資不虧；第二是沒有考慮打工仔個人的風險偏好和承受能力，不符合香港積金局和證監會的瞭解客戶和投資適合性要求，而且它很大可能不是核心基金目標物件的合適投資；第三是股票比重隨年齡遞減的理論和事實不符。

美國 3 年一次的全國消費金融調查 (Survey of Consumer Finances)，由聯儲局和財政部資助，芝加哥大學的國家民意研究中心 (National Opinion Research Center) 負責收集資料和分析、報告。這個調查收集美国家庭的人口資料 (demographic data) 和收入、開支、貸款、儲蓄、投資、資產、負債等消費金融資料。調查自 1983 年開始，過去 30 年的調查，持續顯示退休人士/家庭持股比重明顯較 55 歲以下人士/家庭多。而同年齡組群中，已婚、沒有子女、高學歷、高收入、高資產值、工作穩定者持股比重較高。調查結果說明，年齡不是

決定投資者風險偏好的主要因素。

去年諾貝爾經濟學獎得主之一的席勒教授（Robert J. Shiller），亦有研究退休和社會保障。他在 2005 年的一篇論文，以 1871-2004 年美國股市、債市和貨幣市場資料做類比分析，假設將來市場回報類似過去表現，基準人生階段投資組合是 29 歲時 85% 股票、60 歲時 15% 股票。分析結果是：到 65 歲退休時，打工仔的退休金投資回報分佈的中位數為 3.4%，而虧損概率是 32%，很不理想。

另一重量級學者 James M. Poterba，是麻省理工的經濟學教授，在 2006 年的論文，以 1400 個家庭資料作實證研究。研究發現，人生階段組合是可以由一個傳統組合替代。這個傳統組合，股票比重是各時期人生階段投資的股票比重平均數，它在退休時的回報分佈是和人生階段組合一樣無異。Poterba 同時指出，打工仔的使用函數（utility）和投資組合關係，是受股票預期回報、打工仔的風險厭惡程度、和打工仔退休時的財富所影響，人人不同，難以標準化。

Bridges 等人在 2010 年的研究，更加深入、細緻。他們的研究，根據 12871 個在 1915-1942 年出生的打工仔的真實資料，配合 1926-2008 年美國股市和債券的表現，假設他們投資在不同的人生階段組合，以隨機類比法分析這些打工仔的退休金投資的可能回報。結論是：這些人生階段組合雖然可以有效降低組合的虧損風險，但不能避免虧損；決定退休時投資總回報的主要因素，不是投資組合的股債變化，而是何時開始投資，即打工時是否遇上股市牛市。

通脹掛鈎投資更勝人生階段組合

Bridges 等人的研究，其中一個基準組合是只投資在美國的通脹掛鈎債券 TIPS。這個組合不單不虧錢，而且平均回報和人生階段投資組合相差不多。更重要的是 TIPS 組合的回報是與通脹掛鈎，是唯一讓打工仔的退休金能夠保持購買力的組合。Bridges 等人認為，人生階段組合不一定是打工仔退休金的最佳選擇，TIPS 組合更有優勢。

Bridges 等人鍾情 TIPS 組合，也有其他學者和應。著名經濟學者 Zvi Bodie（投資學必備教科書 Investments 的主要編者）是專長研究人生階段投資和退休投資。Bodie 在 2003 年出版的書，倡議投資者的退休準備，應該是投資在梯級式通脹掛鈎債券組合（laddered portfolio of inflation-indexed bonds），而政府有責任發行或管理這些通脹掛鈎債券組合。

Bodie 在 2007 年的一篇論文，進一步以理論證明，人生階段投資組合，對某些打工仔不是合適和最佳組合。對於家庭財富不多、靠工資收入維生、厭惡風險的打工仔，最佳的退休投資組合是退休時到期的 TIPS 組合。Bodie 在 2012 年的論文，認為發行通脹掛鈎債券是政府理所當然的責任，更為政府籌謀獻策，提供 3 個方法讓政府輕易管理通脹掛鈎債券的通脹風險。

美國另一殿堂級經濟學者，哈佛大學教授費爾德斯坦（Martin S. Feldstein），曾經是列根任總統時的首席經濟顧問，亦是現在的總統經濟復甦顧問委員會（President's Economic Recovery Advisory Board）成員，被稱為供應學派之父。10 年前美國檢討社保制度，費爾德斯坦便提議加入以 TIPS 為主的保持購買力組合，並寫了多篇論文支持其論點，其中的“Reducing the Risk of Investment-based Social Security Reform”，常為學者引用。

特區政府有責任提供不虧本投資

特區政府既然立法強逼打工仔投資，就有責任提供不虧本的投資。人生階段組合符合退休儲蓄的投資理念，但沒有保證投資回報，期間的短期風險亦可以很大，而且管理人生階段組合的基金經理投資能力沒有保證，打工仔各安天命。諮詢檔的圖 3 標示現有的 6 類預設成分基金每月高低回報率，圖中波動幅度最大的，就是人生階段組合！如此情況，是很難說服打工仔投資人生階段組合。打工仔無奈的投在人生階段組合，到 65 歲取錢時，發覺虧了，鬧起事來，那就滋事體大。積金局沒必要冒這大不韙。

事實上，強積金條例規定，每個強積金計劃必須有一隻保本基金 **Capital Preservation Fund**，目的還不是讓輸不起的打工仔有選擇？只是大家意料不到的是，強積金政策一實施，很快便遇上低息時代，保本基金的訂明儲蓄利率從 2000 年 12 月的 4.75% 一直急跌，一年後的 2001 年 12 月底只有 0.2083%，從 2009 年 6 月至今一直是 0.007%。在近乎零的訂明儲蓄利率，打工仔投資所得不足以支付強積金計劃的各類收費，計劃供應商可以扣減基金單位以支付這些費用。保本基金單位淨值表面上不跌，但打工仔所持基金單位會縮水，這種取巧，變成保本基金不保本。積金局在 2009 年 3 月發信正其名，要各強積金計劃在 2009 年 10 月 1 日前把保本基金改名為強積金保守基金 **MPF Conservative Fund**。（還有現在叫混合資產基金 **Mixed Assets Fund**，本來是叫均衡基金 **Balanced Fund**，積金局在 2006 年底改稱它為混合資產基金，原因亦是名稱誤導打工仔。）

強積金除了保守基金這個法例規定必備基金，還有保證基金、貨幣市場基金和債券基金這些低風險投資，給不能承受投資虧損的打工仔選擇。根據積金局統計資料，在 2001 年 2 月時，保守基金占強積金總資產 15%，這 4 類低風險資產共占 39%；到 2014 年 3 月時，保守基金占強積金總資產 10%，4 類低風險資產共占 21%。過去 13 年環球股市大幅波動，經歷科網泡沫爆破和金融海嘯，投資者理應趨向保守。但在低息環境下，打工仔為了保住強積金供款的購買力，不理會個人的風險偏好和股票市場的波動，增加股票投資比重。火中取栗，孰令致之？

特區政府有能力支持通脹掛鈎投資

財經事務及庫務局副秘書長張國財於立法會財委會會議上回答議員關於核心基金投資在 **iBond** 的提問，說強積金屬私人退休儲蓄，應由私人營運，由政府營運並不適合，又指 **iBond** 政策是考慮發展債市，不可與強積金混為一談。這種詭辯，沒有邏輯。如果核心基金只准投資 **iBond**，政府只需要做兩件事，持續發行 **iBond**（發行頻率每月一次、額度依強積金供款）和規定核心基金只可以投資各系列的 **iBond**。投資管理依然是私人營運，而這又明顯在擴大香港債市。**BINGO!**

2000 年底實施強積金時，市場還沒有 **iBond** 這類保持購買力的低風險投資產品。現在特區政府已經發行了 400 億元 **iBond**，**iBond** 有條件成為持續發售的政府債券，進而成為強積金核心基金投資對象。**iBond** 提供的利率較相同條件的外匯基金債券高，是特區政府補貼 **iBond** 投資者。我們需要考慮的是這個補貼安排是否合理、補貼金額是否政府可以承擔。我的評估是補貼合理，政府的財力可以承擔。

香港回歸以來的 17 個財政年度，12 個豐年累積盈餘 5675 億元（2013/14 估計為 120 億元）；5 個瘦年赤字共 1961 億元（98/99，00/01-03/04）。特區政府財政儲備在 2014 年 3 月底達 7459 億元。香港外匯基金方面，2014 年 5 月底的資產總額是 30,202 億元，當中累計盈餘 6575 億元屬於在有需要時可以自由動用的財政儲備。即是說，特區政府可以動用的財政儲備子彈近 14 萬億港元。

特區政府是否有能力承擔 **iBond** 的利息支出？我們先看特區政府的財力。特區政府在 2009/

2010 派給月入 1 萬元以下的打工仔強積金帳戶共 84.1 億港元，2012 年派給 18 歲以上的香港永久居民一人 6000 元，共派了 370 多億港元。

回看強積金。2013 全年的僱主僱員強制供款共 429.8 億港元，僱員登記率現已達 100%。即是說，將來強制性供款是隨香港就業人數和香港整體工資水準調整而變化。根據統計處在 2013 年 9 月發佈的 2013-2041 香港勞動人口推算，整體勞動人口將會由 2013 年的 359 萬上升至 2018 年的 371 萬，然後下降至 2031 年的 352 萬，隨後將徘徊在 351-352 萬之間。故假設未來 30 年香港就業人數穩定不變，誤差很少。香港的名義工資指數從 1992 年 9 月開始的 100 攀升到 2014 年 3 月的 196.70，年增長 3.20%，過去 10 年則為年均 3.06%。至於實際工資增長則近乎零，21 年半時間只多了 18.2%，過去 10 年更只是聊勝於無的 1.29%。換句話說，強制性每月供款總量已到頂點，將來年增長應在 5% 以下。

假設香港打工仔從 20 歲工作到 65 歲，年齡平均分佈，以年供款 450 億計算，供款累積到約 1 萬億便飽和（人口老化，實際飽和點應該較低，並一直下移）。這 1 萬億供款，政府可以承擔多少？（參考數據：香港金管局發行的外匯基金票據及債券，在過去 2 年維持在 7500 億港元水準。）如果是現在的 21% 保守投資轉投 iBond 基金，以綜合物價指數 4% 計，一年支付利息 84 億元。過去 17 年累積 3714 億財政盈餘，足夠應付 iBond 44 年的利息。如果政府怕承擔過巨，可以限制投資 iBond 基金的打工仔，例如收入、年齡、總供款額。

以 iBond 這類通脹掛鉤投資作核心基金，現在的保守基金和保證基金都可以取消，簡化強積金類別。通脹掛鉤投資是持有到期的投資，管理費用低，保障購買力，簡單易明。這安排能贏得民心，利民紓困。上上之策，不作他想。

參考資料：

1. 2010 的美國全國消費金融調查報告摘要，共 80 頁，可以在此下載：
<http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2012/pdf/scf12.pdf>
2. Shiller: “The Life-cycle Personal Accounts Proposal for Social Security: An Evaluation”, NBER Working Paper 11300, 2005.
3. Poterba, Rauh, Venti & Wise: “Lifecycle Asset Allocation Strategies and the Distribution of 401(K) Retirement Wealth”, NBER Working Paper 11974, 2006
4. Bridges, Gesumaria & Leonesio: “Assessing the Performance of Life-cycle Portfolio Allocation Strategies for Retirement Saving: A Simulation Study”, Social Security Bulletin, Vol. 70(1), 2010, pp 23-43.
5. Bodie & Clowes: “Worry-Free Investing: A Safe Approach to Achieving Your Lifetime Financial Goals”, Financial Times /Prentice Hal, 2003.
6. Bodie & Treussard: “Making Investment Choices as Simple as Possible, but Not Simpler”, Financial Analysts Journal, Vol. 63(3), 2007, pp. 42-47.
7. Bodie, Cherian & Chua: “Worry-Free Inflation-Indexing for Sovereigns: How Governments Can Effectively Deliver Inflation-Indexed Returns to Their Citizens and Retirees”, in “Life-Cycle Investing: Financial Education and Consumer Protection”, CFA Institute Research Foundation Publications, 2012, pp. 139-161.