中国香港，如何养老？
——养老金融系列之六

证券研究报告

分析师 陈兴
SAC 证书编号：S0160523030002
chenxing@ctsec.com

分析师 谢钰
SAC 证书编号：S0160523080003
xieyu01@ctsec.com

相关报告

1. 《特朗普怎样对医药“动刀”？——“特朗普经济学”系列之十四》 2025-04-20
2. 《八问关税，如何收场？》 2025-04-17
3. 《如果降息，利率还会下么？——兼论汇率对利率的制约》 2025-04-16

核心观点

不同于其他地区，中国香港并未建立由政府管理的传统养老金第一支柱，而是以强制性公积金计划为主的多支柱养老金体系，那么，中国香港养老金主要投资于哪些资产？养老金融产品有何创新？

❖ **以强积金为核心的养老金体系。**中国香港养老金采用世界银行提倡的多支柱模式，但三支柱的定位及结构有明显差异。**首先，**中国香港并未建立由政府管理的传统养老金第一支柱，特区政府仅为资产和收入低于标准的老年人提供基本生活保障，实行由政府负担、社会福利署推行的综合社会保障援助计划和公共福利金计划；**其次，**第二支柱职业养老金以强制性公积金计划为主，以职业退休计划为辅，此外，第二支柱还包括特定群体养老金计划；**最后，**第三支柱为私人自愿退休储蓄计划，主要包括香港年金计划、安老按揭计划、合资格延期年金、可扣税自愿性供款和银色债券等。

❖ **中国香港养老金都投些什么？**中国香港养老金在投资策略上呈现“政府保障+市场主导+个人灵活”的特点，**首先，**公共养老金的资金完全由政府预算资助，不涉及市场化投资运营；**其次，**第二支柱养老金计划中的强制性公积金计划配股比例最高，其次是债券，再次是存款及现金，参与者可自行选择股票基金、混合基金、保证基金、债券基金、强积金保守基金、货币市场基金这六种成分基金和投资比重，也可按照预设投资策略进行投资，配置核心累积基金和 65 岁后基金两只混合资产基金；**最后，**第三支柱中的可扣税自愿性供款作为强制性公积金计划体系的补充，其投资选项与强制性公积金计划成分基金完全一致。

❖ **长者照护和住房保障有何特色？**第三支柱养老金已经包含较多特色的养老金融产品，而在养老体系建设上，中国香港的长期照护和以房养老体系建立相对完善。**一方面，**中国香港长期照护服务由政府部门主导、部分合格私营企业参与，提供由轻度的居家照护、社区日间照护中心到重度的院舍护理的长期照护服务；**另一方面，**中国香港已建成全面的长者住房保障体系，包括优先编配公屋计划、长者特别住屋和补充服务等。

风险提示：政策变动调整超预期，经济恢复不及预期，历史经验失效。

内容目录

1 以强积金为核心的养老金体系 4
2 中国香港养老金都投些什么？ 15
3 长者照护和住房保障有何特色？ 19

图表目录

图 1. 中国香港养老金体系的发展演变 4
图 2. 中国香港三支柱养老体系构成 5
图 3. 中国香港各类养老金规模和供款（亿港元） 6
图 4. 中国香港公共养老金具体细则 6
图 5. 中国香港养老金一支柱发放款项（亿港元） 7
图 6. 中国香港养老金一支柱个案数目（万宗） 7
图 7. 强积金的发展历程 8
图 8. 强积金子计划的数量占比 8
图 9. 强积金账户数目（万个） 9
图 10. 强积金两类提取方式的规模 10
图 11. 职业退休计划与强积金计划对比 10
图 12. 注册计划与豁免计划对比 11
图 13. 职业退休注册计划参与人数（万人） 11
图 14. 新旧两种退休金计划的主要区别 12
图 15. 可扣税自愿性缴费年度已收供款和已支付权益 13
图 16. 中国香港年金及其他有效业务保单数目与净负债 13
图 17. 每年新发行的合资格延期年金保单种类数目（个） 14
图 18. 安老按揭申请宗数和月均年金 14
图 19. 银色债券利息厘定机制 15
图 20. 强积金成分基金数量（支） 16
图 21. 各成分基金投资规模占比 16
图 22. 强积金计划中各类资产的地域配置比例 17
图 23. 按基金种类及资产类别划分的成分基金资产分配 17
图 24. 预设投资成分基金特点 18

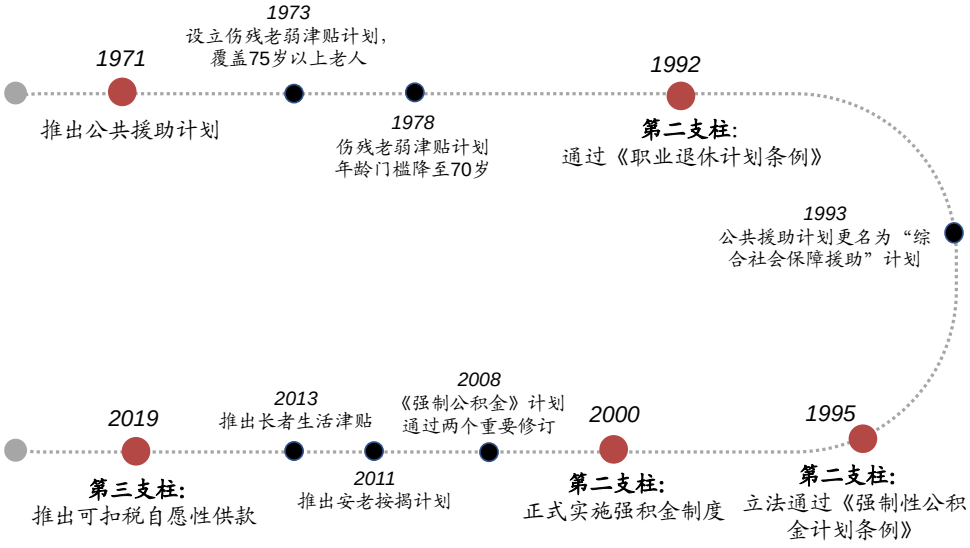
图 25. 投资于预设投资基金的账户数目和比例 18
图 26. 投资于预设投资基金的规模和占比 18
图 27. 强积金制度的年化净回报率 19
图 28. 各成分基金投资净回报率 19
图 29. 首批银色债券认购人年龄分布 19
图 30. 中国香港长期照护服务体系架构 20
图 31. 日间护理中心每年名额及平均成本 21
图 32. 家居照顾服务平均成本（港元） 21
图 33. 院舍照顾服务宿位数（个） 21
图 34. 中国香港的长者住房保障体系 22
图 35. 一般申请者和长者的公屋轮候时长（年） 22

不同于其他地区，中国香港并未建立由政府管理的传统养老金第一支柱，而是以强制性公积金计划为主的多支柱养老金体系，那么，中国香港养老金主要投资于哪些资产？养老金融产品有何创新？

1 以强积金为核心的养老金体系

中国香港养老金多支柱体系逐步建成。中国香港养老金体系的建立与发展，经历了从民间自救到政府主导、从单一救助到多层次保障的转型，最终构建了多支柱的养老保障体系。1970 年以前，中国香港社会保障以民间慈善团体和教会提供的救济为主。1971 年，中国香港政府推出公共援助计划，给需要帮助的市民提供包括现金援助在内的各类福利服务，成为中国香港首个制度化的社会救助体系。1992 年 12 月，中国香港政府通过了《职业退休计划条例》，允许企业自愿设立退休计划，是第二支柱的早期探索。1995 年，中国香港政府立法通过《强制性公积金计划条例》，并于 2000 年正式实施强积金制度，**标志着第二支柱正式形成。**2019 年，中国香港强积金局推出可扣税自愿性供款，被视为中国香港养老保障体系的第三支柱。

图1.中国香港养老金体系的发展演变



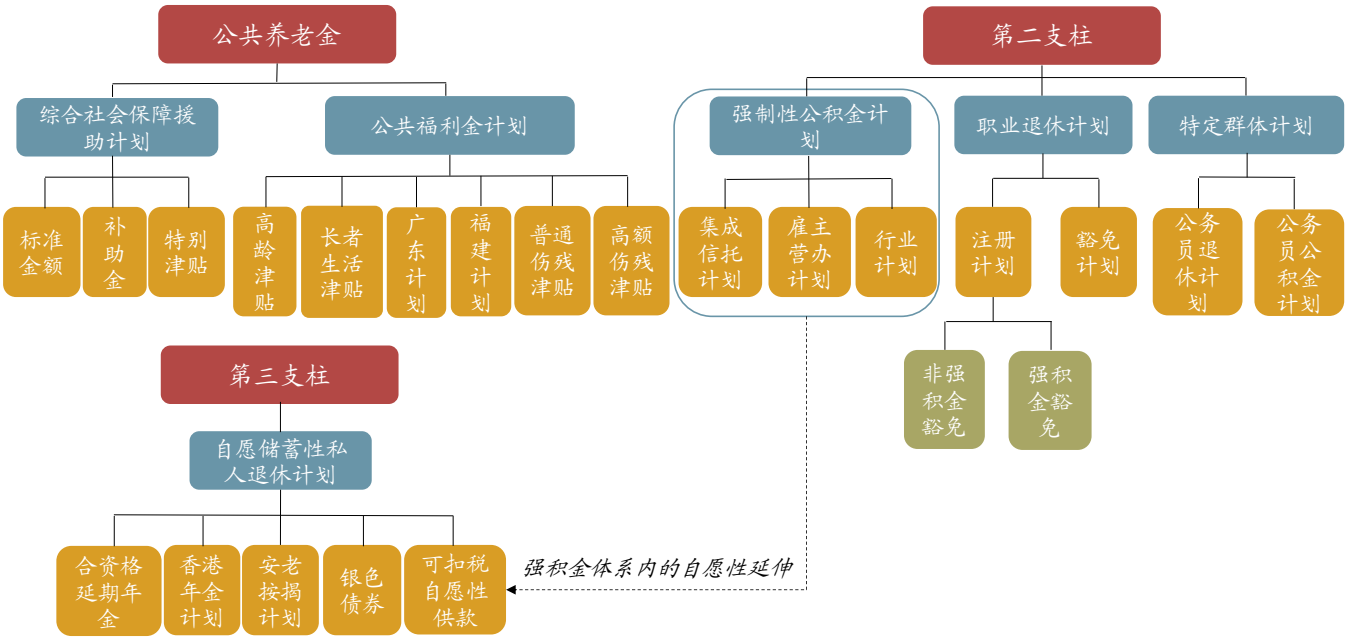
数据来源：杨伟国等《中国香港社会保障政策的变迁及启示》，财通证券研究所

中国香港没有政府管理的传统养老金第一支柱。中国香港养老金体系采用世界银行提倡的多支柱模式，但三支柱的定位及结构有明显差异。**首先，**中国香港并未建立由政府管理的传统养老金第一支柱，特区政府仅为资产和收入低于标准的老

年人提供基本生活保障，实行由政府负担、社会福利署推行的综合社会保障援助计划（简称“综援”）和公共福利金计划。**一方面，**综援是香港特区政府为经济上无法自给的人士提供的一种经济援助计划，援助金分为标准金额、补助金和特别津贴三类；**另一方面，**公共福利金计划为年龄 65 岁或以上或严重残疾的居民提供每月现金津贴，包括高龄津贴、普通伤残津贴、高额伤残津贴、长者生活津贴、广东计划和福建计划六种，这些计划旨在为长者和残疾人士提供基本的经济支持。

其次，第二支柱职业养老金以强制性公积金计划（简称“强积金计划”）为主，以职业退休计划为辅，**一方面，**强积金计划是一项强制性供款计划，分为集成信托计划、雇主营办计划和行业计划三类；**另一方面，**职业退休计划不具有强制性，与强积金计划是并列或互补的关系。除此之外，第二支柱还包括特定群体养老金计划，如公务员退休计划和公务员公积金计划，适用于“按可享退休金条款受聘的公务员”。**最后，**第三支柱为私人自愿退休储蓄计划，主要包括香港年金计划、安老按揭计划、合资格延期年金、可扣税自愿性供款和银色债券等。

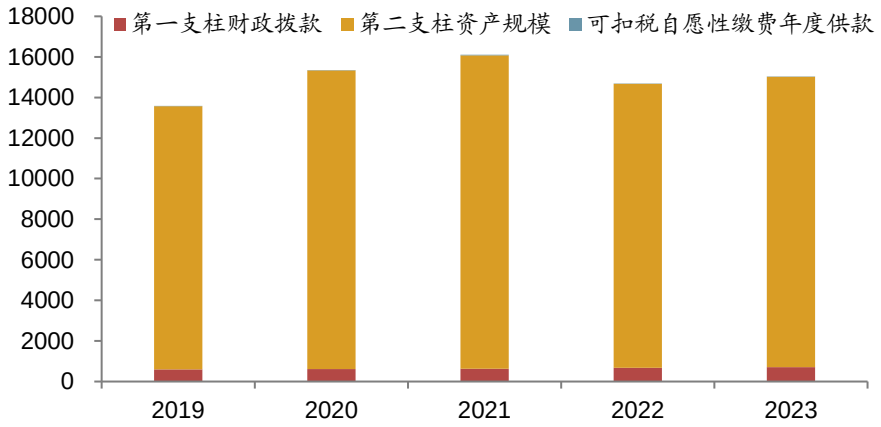
图2.中国香港三支柱养老体系构成



数据来源：中国证券投资基金业协会《中国香港强积金运作与借鉴》，刘涛《香港地区养老保障体系的第二、第三支柱联动建设的做法及启示》，财通证券研究所

第二支柱是中国香港养老金体系的主体部分。从结构来看，第二支柱是中国香港养老金最主要的部分，截至 2023 年末，中国香港公共养老金财政拨款规模达 726 亿港元，主要为贫困老年人提供兜底保障；第二支柱作为核心，通过强制性储蓄为大多数劳动者提供退休保障，2023 年末资产规模超 1.4 万亿港元；第三支柱则通过个人自愿储蓄和投资，为居民提供额外的养老资金支持，其中可扣税自愿性缴费年度供款不到 20 亿港元。

图3.中国香港各类养老金规模和供款（亿港元）



数据来源：中国香港特别行政区政府统计处，中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所

公共养老金由政府财政承担。中国香港公共养老金的资金来源主要是财政税收，有综合社会保障援助计划（CSSA，简称“综援”）和公共福利金计划（SSA）两种，由中国香港特别行政区政府社会福利署（SWD）负责统筹和执行。其中，综合社会保障援助计划作为兜底机制，采用“标准金额+补助金+特别津贴”的三层给付结构，为贫困长者报销刚性支出并提供生活补助；公共福利金计划面向全体长者提供高龄津贴和资产审查制的长者生活津贴，面向全体严重残疾人士提供普通伤残津贴和高额伤残津贴，同时通过广东、福建计划支持跨境养老。

图4.中国香港公共养老金具体细则

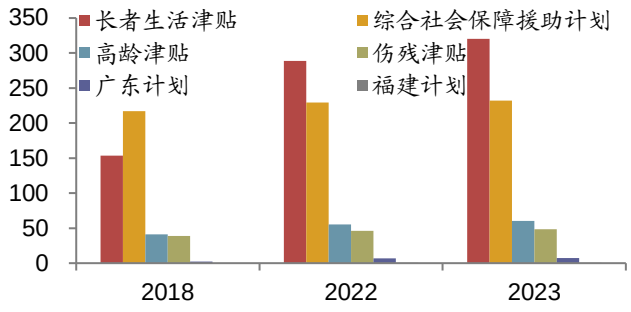
类型	子计划	领取条件
综合社会保障援助计划 **（现收现付制）**	标准金额	1.60 岁+/单亲/残疾 2.中国香港居民，连续居住≥1 年 3.资产≤限额，收入≤标准
	补助金	1.连续领取综援≥12 个月 2.家庭成员含 65+/伤残/健康欠佳
	特别津贴	1.居港年限达标 2.离港天数受限 3.提供证明（如医疗文件）
公共福利金计划 **（积累制）**	高龄津贴	1.年龄≥70 岁 2.中国香港居民≥7 年，连续居住≥1 年 3.不可同时领其他公共福利金/综援
	长者生活津贴	1.年龄≥65 岁 2.中国香港居民≥7 年，连续居住≥1 年 3.资产/收入≤限额 4.不可同时领其他公共福利金/综援
	普通伤残津贴	1.官方认定为严重残疾 2.严重残疾持续 6 个月以上 3.中国香港居民≥7 年，连续居住≥1 年
	高额伤残津贴	1.满足普通伤残津贴要求 2.官方证实日常生活需要他人持续照顾 3.中国香港居民≥7 年，连续居住≥1 年 4.未接受政府资助的公立机构住院照顾
	广东/福建计划	1.年龄≥65 岁

2.中国香港居民≥7 年，连续居住≥1 年
3.领取期间居广东/福建，每年≥60 天

数据来源：中国香港社会福利署，财通证券研究所

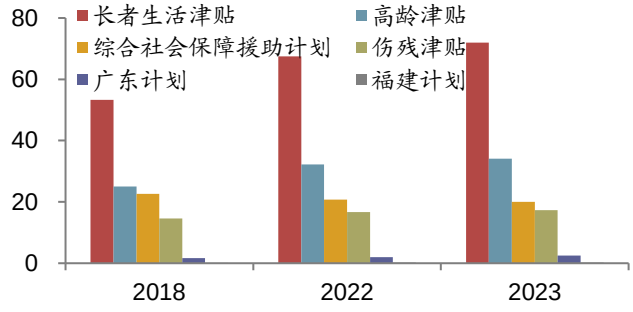
长者生活津贴是公共养老金最重要的部分。在中国香港养老金公共养老金的各计划中，长者生活津贴面向 65 岁或以上有经济需要的香港居民，只要符合居港要求和经济状况限制均可申请，因此实施范围最广、受益人数最多，2023 年，有大约 72 万名长者受惠长者生活津贴，共发放款项 320 亿港元。相较而言，综合社会保障援助计划主要针对经济困难的老年人，但申请条件更为严格，受益人数相对较少，2023 年仅资助 20 万人，发放款项 232 亿港元。

图5.中国香港养老金一支柱发放款项（亿港元）



数据来源：中国香港特别行政区政府统计处，财通证券研究所

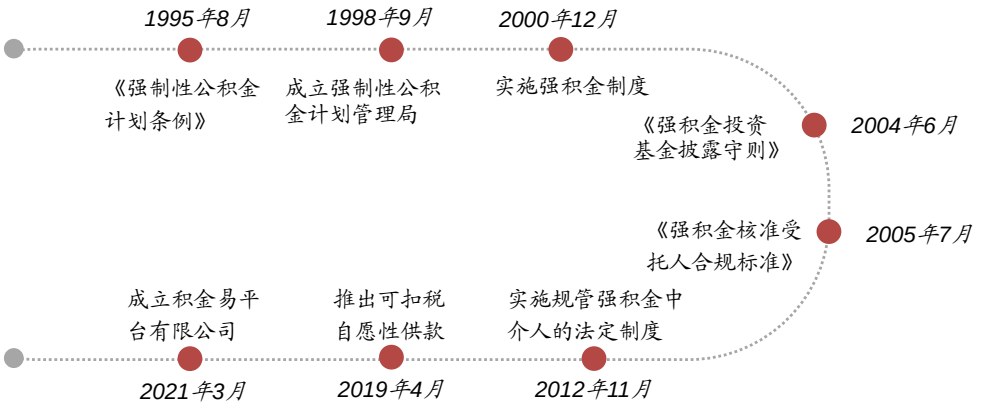
图6.中国香港养老金一支柱个案数目（万宗）



数据来源：中国香港特别行政区政府统计处，财通证券研究所

强积金是中国香港养老金体系的核心。第二支柱是中国香港养老金体系的核心，其中又以强制性公积金（MPF）为主、职业退休计划（ORSO）为辅。强积金计划自 2000 年 12 月起实施，由强制性公积金计划管理局（积金局）统筹监管，该计划覆盖范围广泛，除特定豁免人士外，所有年满 18 岁至 64 岁的雇员及自雇人士均需参加强积金计划，覆盖全港八成左右的就业人口。根据《强制性公积金计划条例》，雇主和雇员需分别按雇员月收入的 5%供款，自雇人士亦需按收入的 5%缴纳，供款金额受到最低和最高入息水平的限制。除了永久离港、完全丧失行为能力等特殊情况可以提前支取，强积金账户的资金需要至 65 岁退休时才能提取。

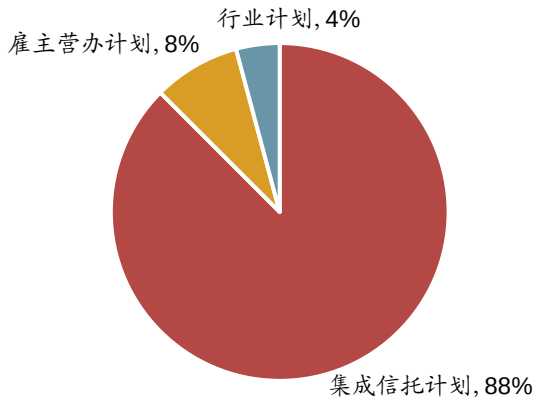
图7.强积金的发展历程



数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所

集成信托计划是最常见的强积金计划类型。具体来看强积金制度，可以分为集成信托计划、雇主营办计划和行业计划三种，集成信托计划依托规模效应降低管理成本，雇主营办计划侧重企业个性化需求，行业计划则解决特定行业的人员流动痛点，共同构建了多层次的退休储蓄体系。**首先，**集成信托计划是主流模式，允许不同雇主的雇员及自雇人士共同参与，通过集合管理供款优化运营效率，2024年，市场上24个强积金计划中有21个为集合信托计划。**其次，**雇主营办计划主要针对大型企业，仅限同一雇主及其关联公司的雇员加入，便于企业定制化管理退休福利，目前市场上仅有2个此类计划。**最后，**行业计划专为雇员流动性较高的饮食业和建造业量身打造，允许员工在转职时保留账户，避免频繁更换计划带来的行政成本，截至2024年底仅有1个行业计划运作。

图8.强积金子计划的数量占比

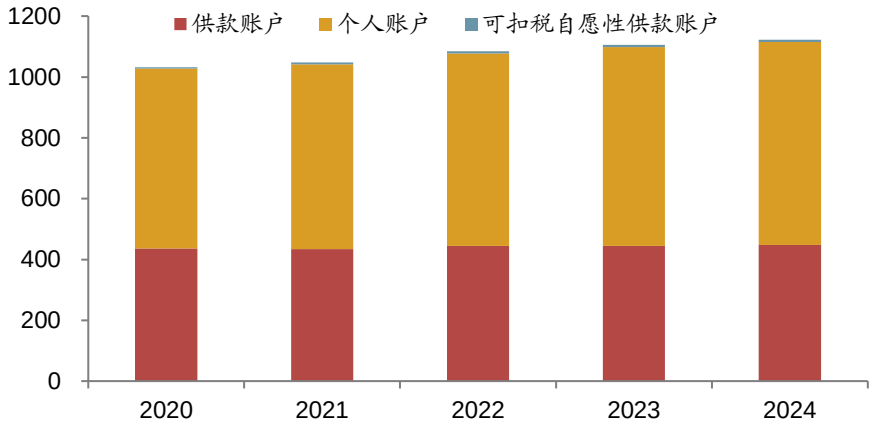


数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所，数据截至2024年末

强积金设立自愿供款账户，延伸至第三支柱。强积金制度下设有三类账户，分别为供款账户、个人账户和可扣税自愿性供款账户。**首先，**供款账户专门用于存放雇主和雇员按法定比例缴纳的强制性供款，资金需至65岁退休时提取，参与者可

据此申请税务扣除。**其次，**个人账户由个人持有，既管理强制性供款的累积权益，也可容纳自愿性供款，账户资产完全归属个人，允许在更换工作时转移或保留，提升了资金管理的灵活性。**最后，**可扣税自愿性供款账户是为了鼓励额外储蓄而设立的补充机制，参与者每年最高可申请 6 万港币的税务扣除，资金需存入注册强积金计划并遵循与强制性供款相同的提取规则。近年来，强积金制度覆盖率在逐渐提高，各类账户数均有增长，截至 2024 年末，供款账户、个人账户和可扣税自愿性供款账户数目分别达到 447.6 万、667.1 万和 8 万个。

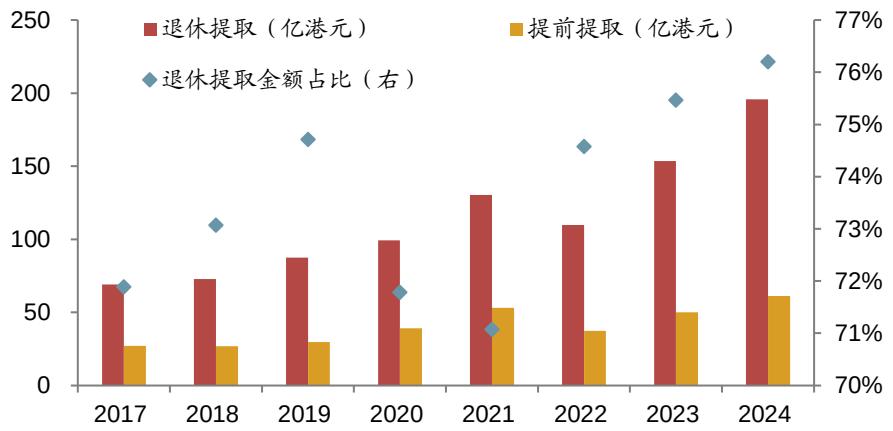
图9.强积金账户数目（万个）



数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所

强积金的领取比较灵活。强积金的提取分为退休提取和提前提取两种，退休提取是最常见的情形，至 65 岁法定退休年龄时，雇员可一次性将累计收益及多年来累积投入的本金一次性取出；仅有六种情形可以提前领取，分别是提早退休、永久性地离开中国香港、完全丧失行为能力、罹患末期疾病、小额结余和死亡。此外，强积金局也允许分期提取、一次性领取以及保留在强积金计划中继续投资。

图10.强积金两类提取方式的规模



数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所

职业退休计划提供补充的退休保障。职业退休计划（ORSO）作为第二支柱养老金体系的重要补充，覆盖约 9%的就业人口，属于自愿性质且无最低保障。雇主可自愿设立该计划，作为替代强积金的方案，但需经雇员同意。供款方式及比例由雇主与 ORSO 提供商协商确定，具有高度个性化的特点，规则和条款由雇主与计划提供商协商制定。与强积金不同，职业退休计划无需强制参与，主要覆盖未参加强积金的雇员，为他们提供额外的退休保障选择。

图11.职业退休计划与强积金计划对比

	职业退休计划	强积金计划
参与主体	由雇主自愿设立，仅覆盖特定雇员群体	所有符合资格的雇员（18-64 岁）及雇主必须参与
供款机制	缴纳比例由雇主自行决定，无统一上限	双方各缴纳雇员月薪的 5%，上限为每人每月 1500 港元
雇员税优	职业退休计划供款可申请税务扣除，每年最高 1.8 万港元	强制性供款可申请税务扣除，每年最高 1.8 万港元
雇主税优	扣除额不得超逾雇员总薪酬的 15%	雇主可就为雇员作出的强制性及自愿性供款申请扣税，扣除额不得超逾雇员总薪酬的 15%
提前提取	参照具体计划条款来确定	退休、离港等特定条件

数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所

注册计划较豁免计划的监管更严。进一步来看职业退休计划，可以分为注册计划与豁免计划两类职业退休安排。**一方面，**注册计划是由雇主自愿建立，并按照《职业退休计划条例》向积金局申请注册的职业退休计划。注册计划的规则和条款由雇主自行制定，具有较高的灵活性。**另一方面，**豁免计划是指在满足一定条件下，获得积金局豁免证明书的职业退休计划，这些计划通常需要符合特定的法律和监管要求。两类计划的核心区别在于注册计划需履行注册程序并接受常规监管，而

豁免计划通过满足预设条件获得监管豁免。

强积金和职业退休计划是互补和替代关系。在强积金制度实施前，职业退休计划是主要的退休储蓄工具。强积金制度推出后，两者之间形成了一种互补与替代的关系，参与豁免计划的雇员不用参与强积金计划。对于在强积金制度实施前已取得豁免证明书的雇主，其必须向现有成员提供法定转换权，允许他们选择继续留在原有职业退休计划豁免计划中，或者转投强积金计划体系。对于参与注册计划的雇主，其仍然需要同时参与强积金计划。

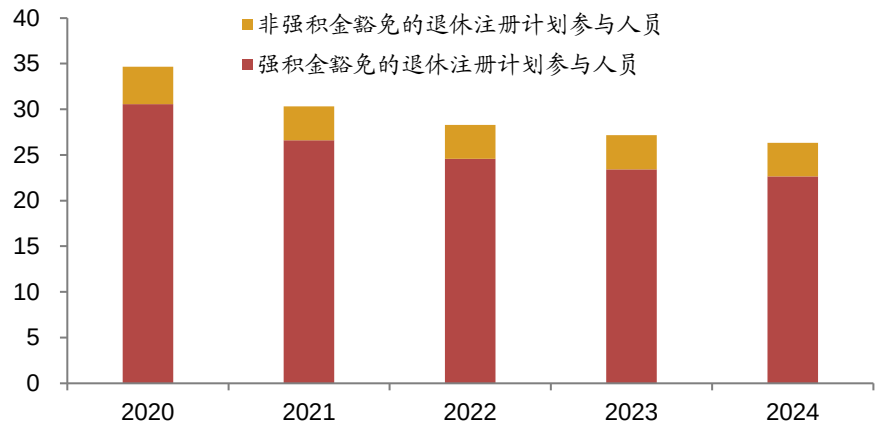
图12.注册计划与豁免计划对比

	注册计划	豁免计划
法律地位	经积金局正式注册，受严格监管	获发豁免证明书，监管相对宽松
税务申报	属于免申报财务机构	需履行《共同汇报标准》申报义务
适用群体	长期雇员、需稳定退休福利的行业	短期外派员工、已有其他退休计划覆盖的成员
反滥用条款	受一般合规约束	受严格审查，防止以避税为目的

数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所

注册计划分为强积金豁免和非强积金豁免两类。强积金豁免计划允许成员完全替代强积金，非强积金豁免计划成员仍需参与强积金制度，其职业退休计划作为补充安排，这两类都包含 DC 和 DB 两种模式。两类计划的核心区别在于强积金豁免计划可完全替代法定供款义务，而非强积金豁免计划仅作为补充，成员仍需履行强积金供款责任。近年来，职业退休注册计划的参与人数逐年递减，截至 2024 年末，强积金豁免和非强积金豁免的退休注册计划参与人数分别缩减至 22.6 万人和 3.7 万人。从结构来看，职业退休注册计划大部分为强积金豁免，截至 2024 年末，强积金豁免计划的规模为 2766 亿港元，非强积金豁免计划仅 167 亿港元。

图13.职业退休注册计划参与人数（万人）



数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所

公务员参加专设的独立退休计划。中国香港公务员退休计划及公务员公积金计划是政府为公职人员设立的独立退休保障体系，**一方面，**公务员退休计划分为旧退休金计划（1987 年前入职）和新退休金计划（1987-2000 年入职），采用 DB 模式，资金由政府财政直接承担。旧计划下，公务员退休后可终身领取最后月薪 75%的退休金，服务满 10 年可获一次性酬金；新计划则引入部分灵活机制，允许将最高 50%的退休金折算为一次性支付，其余转为终身月俸。**另一方面，**公务员公积金计划适用于 2000 年 6 月 1 日后入职的公务员，采用 DC 模式，政府与雇员共同供款，雇员按基本薪金的 5%固定供款，政府供款率随服务年限递增（从 3 年以下的 5%逐步提升至 30 年以上的 25%），该计划资金由政府委托投资，收益归个人所有，除特殊情况外退休才可领取。

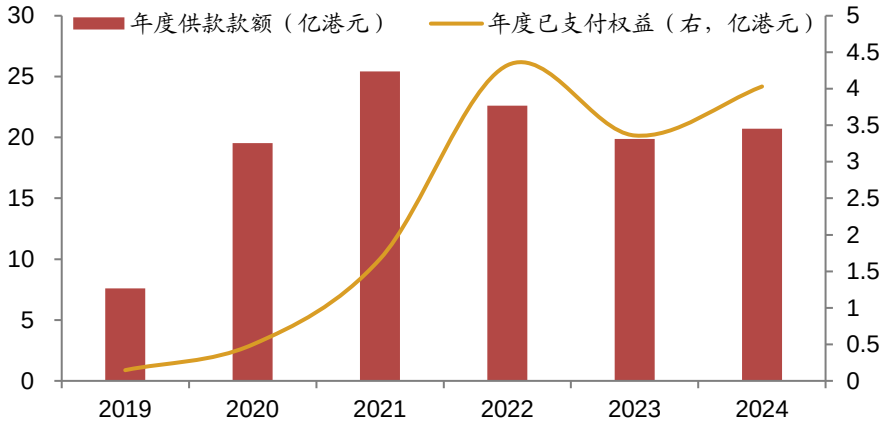
图14.新旧两种退休金计划的主要区别

	旧退休金计划	新退休金计划
退休年龄	55	60
是否允许提早退休	是	否
辞职人员是否能获得延付退休金	否	是
最高可折算退休金比率（退休时可一次性领取的退休金占总退休金的比率）	25%	50%

数据来源：周娟《香港高校教师养老金制度》，财通证券研究所

第三支柱以个人自愿性储蓄和投资为主。中国香港养老金第三支柱主要由可扣税自愿性供款（TVC）、香港年金计划、合资格延期年金、安老按揭计划及银色债券等其他商业养老产品组成。其中，TVC 是 2019 年推出的养老金第三支柱重要组成部分，旨在通过税务激励鼓励个人为退休进行额外储蓄。该计划允许个人在强积金制度外开设独立账户，每年最高可申请 6 万港元的税务扣除，适用于薪俸税和个人入息课税，且供款额度可与合资格延期年金保费合并计算。TVC 供款具有高度灵活性，参与者可自主选择按月、按季或一次性供款，随时调整金额或暂停/恢复供款，且无需雇主参与，直接向受托人提交申请即可。

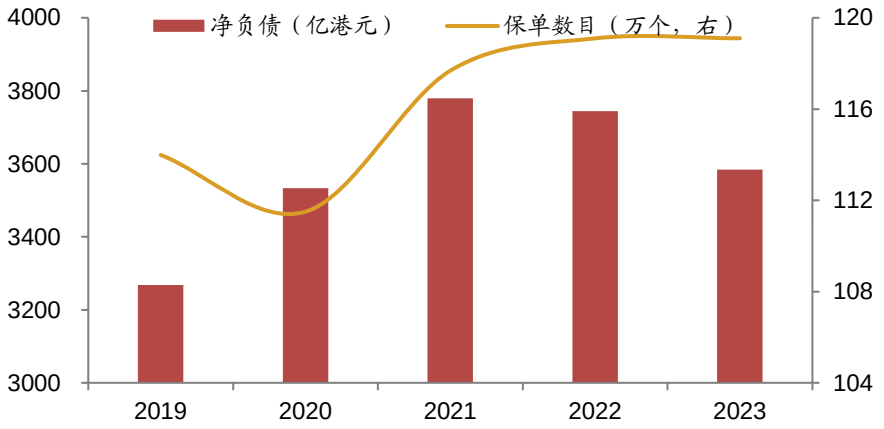
图15.可扣税自愿性缴费年度已收供款和已支付权益



数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所

香港年金计划是政府主导型公共年金产品。香港年金计划是由香港按揭证券有限公司全资子公司——香港年金有限公司运营的政府主导型公共年金产品，旨在为60岁及以上中国香港永久居民提供终身稳定的现金流保障。该计划要求投保人一次性缴付最低5万港元保费，即可终身每月领取固定年金，其核心特点是无投资风险、终身支付、资金锁定性强。截至2023年底，中国香港年金及其他有效业务净负债规模达3585亿元，保单数目超119万个。

图16.中国香港年金及其他有效业务保单数目与净负债

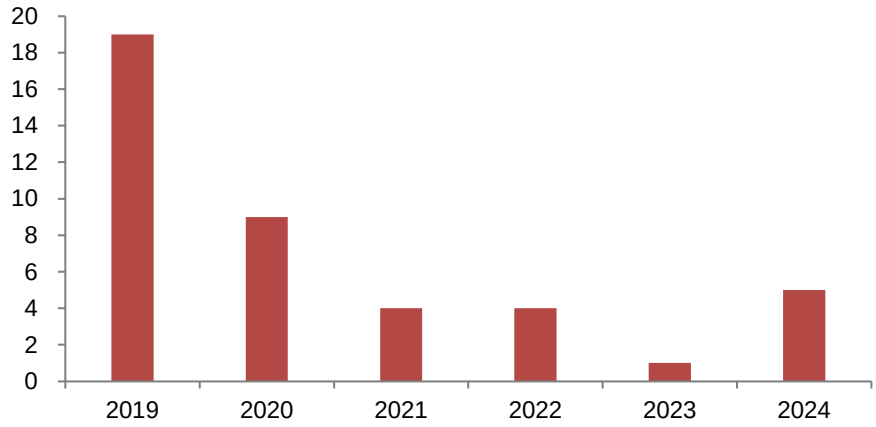


数据来源：中国香港保险业监管局，财通证券研究所，其他有效业务指终身寿险、危疾保险（重疾险）、储蓄型保险等长期有效的个人保单业务

合资格延期年金是税优型退休工具。合资格延期年金（QDAP）由商业保险公司提供并经保险业监管局认证，包括累积期和年金领取期两个阶段。在累积期，投保人在一段特定时间内定期支付保费，让保险公司通过投资令金额增长。到了年金领取期，投保人可在期内定期收取年金，有部份延期年金保单则会相隔一段时间方会进入年金领取期。QDAP最大吸引力在于保费可享受每年最高6万港元的税务扣除（与可扣税自愿性供款共享上限），缴费期和年金期灵活，适合中高收入人群。2024年前三个季度保险公司共发出约5.8万份合资格延期年金保单，涉

及保费 37 亿港元。截至 2025 年 3 月，中国香港保险公司已累计推出 44 种合资格延期年金产品，其中有一半合资格延期年金产品不再接受新投保申请。

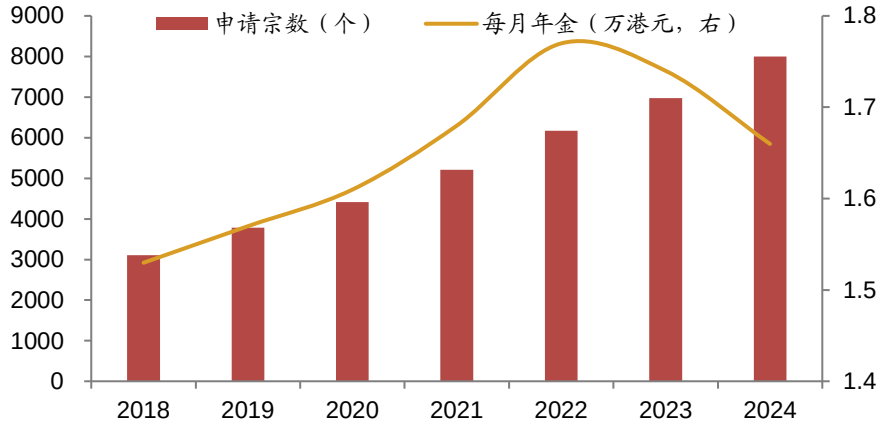
图17.每年新发行的合资格延期年金保单种类数目（个）



数据来源：中国香港保险资讯网，财通证券研究所

安老按揭是重要的“以房养老”工具。安老按揭（逆按揭）由香港按证保险有限公司营运，允许 55 岁及以上长者将名下中国香港住宅物业抵押给银行等认可贷款机构，在保留居住权的前提下将房产价值转化为终身现金流。借款人可选择 10 年、15 年、20 年或终身年金领取期，每月获取稳定收入，利率分浮动和固定两种模式。通常情况下，固定利率按揭计划相比浮动利率按揭计划，可以提供更高的每月还款金额和更高的一次性贷款金额。截至 2024 年底，安老按揭申请宗数达 7995 例，月均年金为 1.7 万港元。

图18.安老按揭申请宗数和月均年金

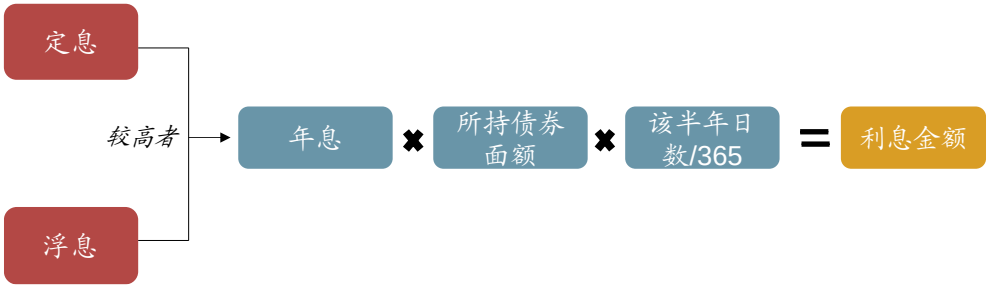


数据来源：香港按揭证券有限公司，财通证券研究所

专为长者提供的银色债券投资。香港银色债券是香港特别行政区政府为年满 60 岁或以上的香港居民设计的一种低风险、稳定回报的投资产品，最初面向年满 65 岁的本地居民，后调整为年满 60 岁或以上的中国香港居民。银色债券的期限为 3

年，每 6 个月支付利息一次，利息与平均按年通胀率挂钩，并设有最低息率。从发行情况来看，2024 年，第九批银色债券发行总额为 550 亿港元，略高于 500 亿港元的目标发行额。

图19.银色债券利息厘定机制



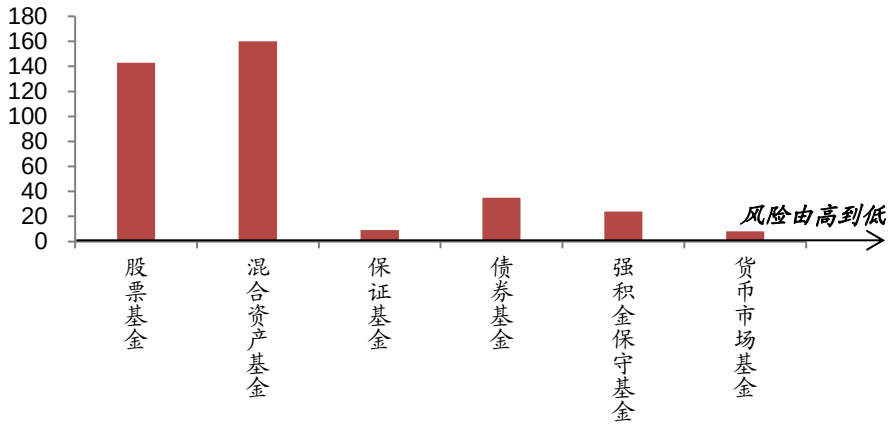
数据来源：中国香港特别行政区政府，财通证券研究所

2 中国香港养老金都投些什么？

公共养老金不涉及市场化投资。中国香港养老金在投资策略上呈现“政府保障+市场主导+个人灵活”的特点，第二、第三支柱尤其注重全球化和多元化资产配置，以应对老龄化社会的长期财务需求；而公共养老金的资金完全由政府预算资助，不涉及市场化投资运营，主要用于向符合条件的居民直接提供现金援助。

雇员自行选择强积金计划中的成分基金。第二支柱养老金中的强积金计划通常分三个投资层级，**首先，**由雇主为雇员选定参与的强积金计划。**其次，**由雇员自行选择要投资的成分基金，强积金有六种主要的成分基金，分别为股票基金、混合基金、债券基金、保证基金、强积金保守基金、不包含强积金保守基金的货币市场基金。**最后，**每个强积金计划至少需要包含 3 只或 3 只以上的成分基金供计划成员进行投资选择，其中 1 只必须是强积金保守基金。成分基金可以直接投资于底层资产，也可以投资于 1 只或多只核准汇集投资基金，核准汇集投资基金的形式为保险单、单位信托或公募基金。截至 2024 年末，市场上共有 379 支成分基金，其中 143 支股票基金、160 支混合资产基金、35 支债券基金、9 支保证基金、24 支强积金保守基金和 8 支不包含强积金保守基金的货币市场基金。

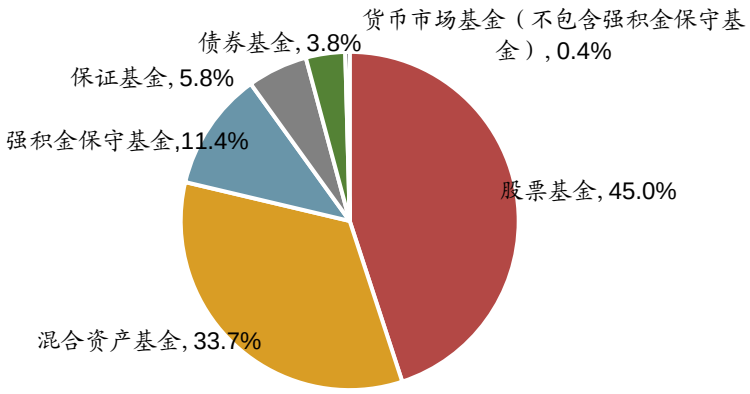
图20.强积金成分基金数量（支）



数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所

成分基金中近一半为股票基金。从风险和收益来看，股票基金主要投资全球股票市场，风险最高但长期收益潜力较大；混合资产基金通过股债配置平衡风险与收益；债券基金以政府债、企业债为主要标的，收益较稳定；保证基金提供最低回报保障但管理费较高；强积金保守基金和货币市场基金以货币市场工具或短期存款为主，几乎无风险但收益最低。截至 2024 年末，强积金计划 45%的资金投资于股票基金，34%的资金投资于混合资产基金，11%的资金投资于强积金保守基金，投资于保证基金、债券基金和货币基金的比例不高。

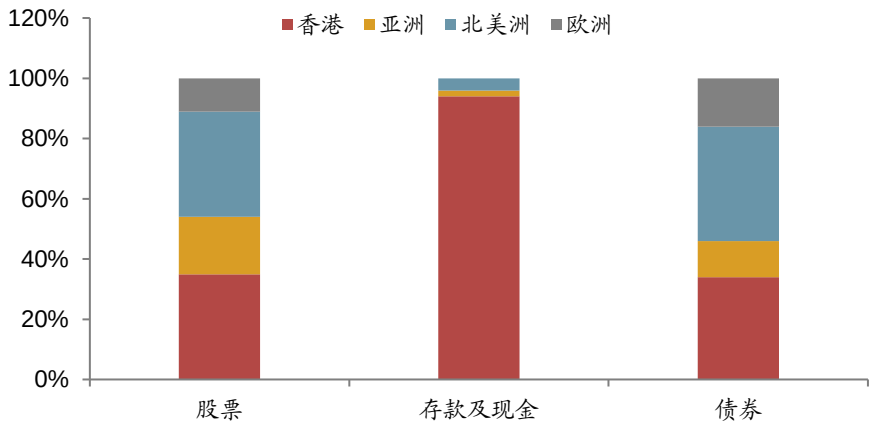
图21.各成分基金投资规模占比



数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所，数据截至 2024 年末

强积金主要投资中国香港市场。从投资区域来看，强积金计划下的成分基金可投资于全球市场，包括中国香港市场、亚洲市场（不含中国香港、日本，但包含澳大利亚、新西兰及印度）、北美洲市场和欧洲市场。根据中国香港强制性公积金计划管理局统计，截至 2024 年末，中国香港强积金 55%的资金投资于中国香港市场，其余资金主要投资于发达国家市场。

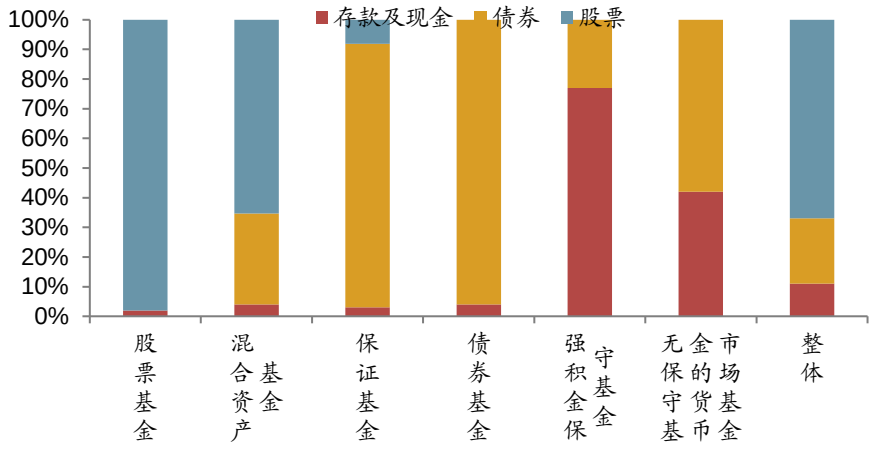
图22.强积金计划中各类资产的地域配置比例



数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所，数据截至 2024 年末

强积金近七成资金投向股票资产。截至 2024 年末，强积金计划整体资产配置中，股票占比 67%，债券（包括可转换债务证券、债券、票据等）占比 22%，存款及现金占比 11%。具体来看各成分基金，股票基金资产配置中股票占比 98%，混合资产基金配置中股票占比 66%，保证基金配置中债券占比 88%，债券基金配置中债券占比 96%，货币市场基金（强积金保守基金）配置中存款及现金占比 77%。

图23.按基金种类及资产类别划分的成分基金资产分配



数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所，数据截至 2024 年末

强积金计划也可选择预设好的投资方案。强积金计划除了上述参与人自主选择成分基金以外，也可按照预设投资策略（简称“预设投资”）进行投资。预设投资是由中国香港强制性公积金计划管理局统筹设计的一站式投资方案，由“核心累积基金”、“65 岁后基金”两只混合资产基金构成，其中“核心累积基金”初期 60%左右投资于股票等高风险资产，“65 岁后基金”逐步将高风险资产比例降至 20%以下，转向债券等稳健配置以降低临近退休的市场波动风险。总的来看，预设投资**一是**自动风险调整机制，通过年龄触发的资产再平衡策略，随着成员接近

退休自动减少风险敞口；**二是**费用透明化，法定收费上限为 0.95%；**三是**全球化分散投资，减少单一市场风险。

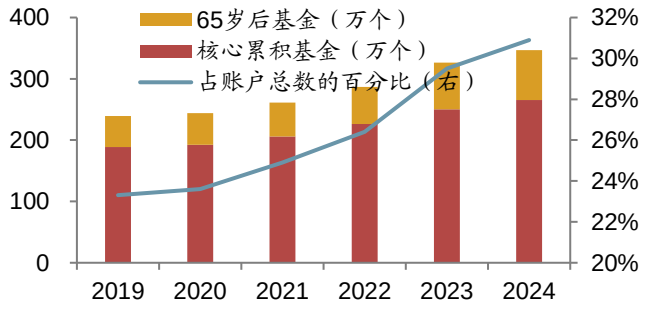
图24.预设投资成分基金特点

成分基金	股票比重	投资重点	投资目标	管理费
核心累积基金	约 60%	约 60%投资於风险较高的资产(主要为环球股票)，其余为风险较低的资产(主要为环球债券)	资本增值	每年资产净值 0.75%
65 岁后基金	约 20%	约 20%投资於风险较高的资产(主要为环球股票)，其余为风险较低的资产(主要为环球债券)	平稳增长	

数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所

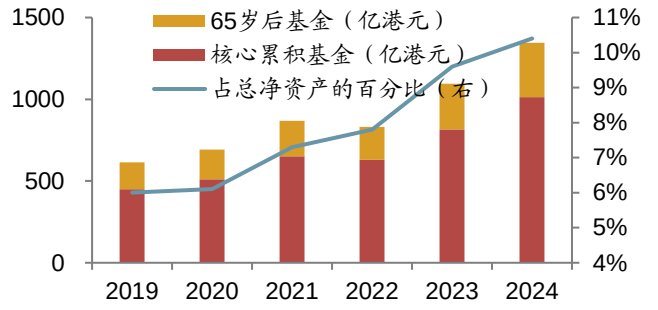
预设投资的账户占比已超三成。截至 2024 年末，强积金账户中共有 265.6 万个账户投资核心累积基金、81.4 万个账户投资于 65 岁后基金，二者占强积金计划账户总数的 31%。从规模来看，2024 年底的核心累积基金资产规模达 1012 亿港元，65 岁后基金资产规模达 334 亿港元，预设投资基金资产规模占强积金成分基金总资产规模的 10.4%。

图25.投资于预设投资基金的账户数目和比例



数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所

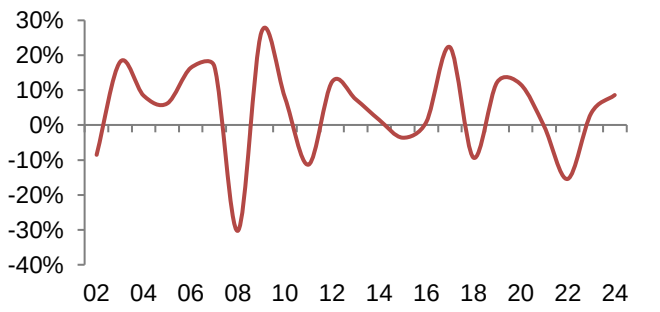
图26.投资于预设投资基金的规模和占比



数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所

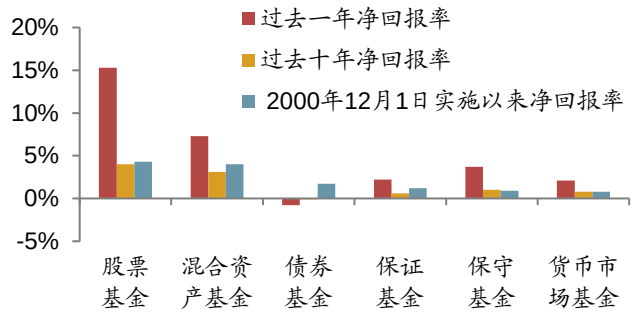
强积金净收益率波动较大。自 2001 年成立以来，强积金已走过 23 个财年，在 16 个财年取得正回报，收益率波动率较大。分成分基金来看，股票基金的回报波动较大（-8.2%至 29.7%之间），但其短期和长期的投资回报均显著高于其他成分基金，而债券基金在过去一年和过去十年的年化净回报率为负。预设投资的两支基金方面，核心累积基金和 65 岁后基金 2024 年净回报率分别为 9.3%、3.1%，强积金整体的回报率为 8.6%。

图27.强积金制度的年化净回报率



数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所

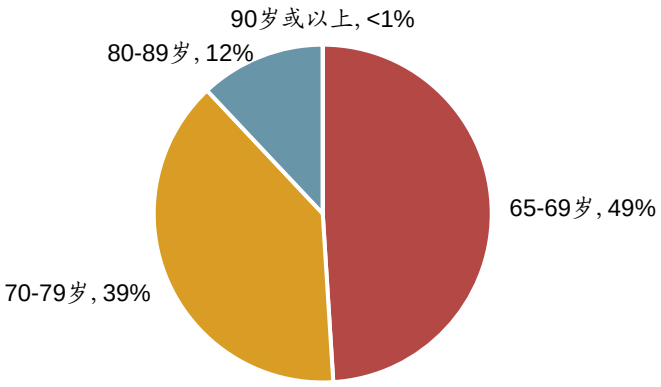
图28.各成分基金投资净回报率



数据来源：中国香港强制性公积金计划管理局，财通证券研究所

可扣税自愿性供款与强积金投资选择一样。中国香港第三支柱养老金产品较为丰富，**一方面，**可扣税自愿性供款作为强积金体系的补充，投资选项与强积金的 6 个成分基金完全一致，成员可自主选择投资比例，例如将资金分配至股票基金以追求长期增值，或配置债券基金降低风险，且每年可调整一次投资组合。**另一方面，**银色债券作为中国香港基础建设债券计划的一部分，发债所得资金将拨入基本工程储备基金，按计划框架用作基建项目投资。2016 年，中国香港特区政府首次发行 30 亿元银色债券，其中有 7.6 万名长者参与认购，其中 65 岁至 69 岁人群占一半。

图29.首批银色债券认购人年龄分布



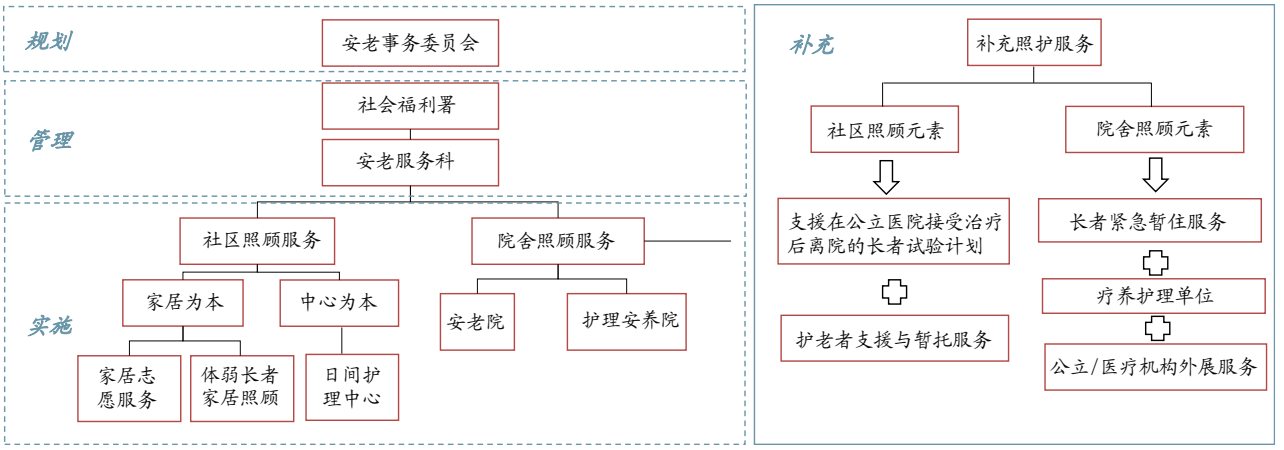
数据来源：中国香港金融管理局，财通证券研究所

3 长者照护和住房保障有何特色？

第三支柱养老金已经包含较多特色的养老金融产品，而在养老体系建设上，中国香港的长期照护和以房养老体系建立相对完善。

长期照护通过政府购买服务来实现。中国香港的长期照护服务有着一套极为完善的政府主导、私营参与的运作体系，分为三个关键的功能性主体和一套补充机制。**首先，**中国香港长期照护服务体系由中国香港安老事务委员会进行整体规划，其主要职责是向政府提供建议，制订全面的安老方案，并对实施情况进行定期监督、评估和反馈；**其次，**中国香港社会福利署负责统筹，实现公共决策和服务递送两个环节之间的衔接；**再次，**中国香港社会服务组织实施长期照护服务，中国香港社会服务组织发展得比较成熟，长期照护服务的实施环节几乎全部通过政府购买服务的方式实现；**最后，**市场化运营的疗养床位和短期过渡性照顾服务等作为补充机制。

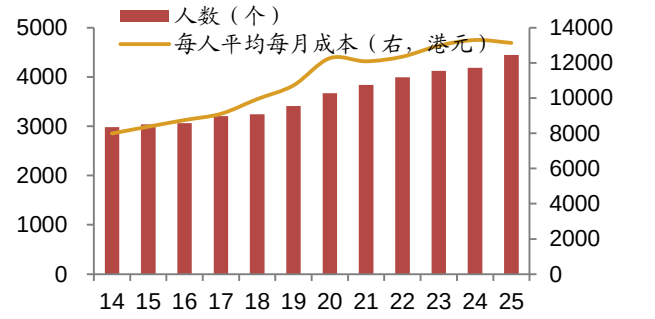
图30.中国香港长期照护服务体系架构



数据来源：中国香港社会福利署，胡宏伟等《长者长期护理服务体系：整合照护的香港经验》，财通证券研究所

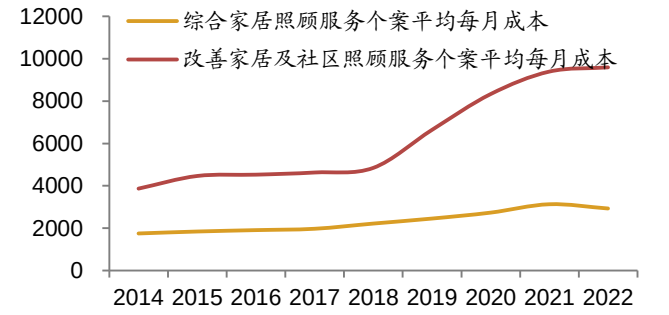
社区照顾服务是中国香港长期照护的主流。在中国香港的长期照护中，社区照顾服务是主流，即居家和社区环境中接受的日间照护支持，过去社区照顾服务一是“家居为本”的综合家居照顾服务和改善家居及社区照顾服务，二是“中心为本”的长者日间护理中心等机构。2024 年，综合家居照顾服务和改善家居及社区照顾服务进行了重整，将两者中轻度个体的服务整合为家居支援服务，重度个体的服务整合为体弱长者家居照顾服务，整合之后，2024 年家居志愿服务和体弱长者家居照顾服务预算的名额分别为 15562 人和 13365 人，每人平均每月成本分别为 4618 港元和 1.04 万港元。此外，长者日间护理中心的服务被看作是“家居为本”的家居支援服务和体弱长者家居照顾服务的补充，仅在不适宜提供居家照护服务的个案中才会考虑由正式照护单位接管老人的全面照护。

图31.日间护理中心每年名额及平均成本



数据来源：中国香港社会福利署，财通证券研究所，2024、2025 年数据为预算数据

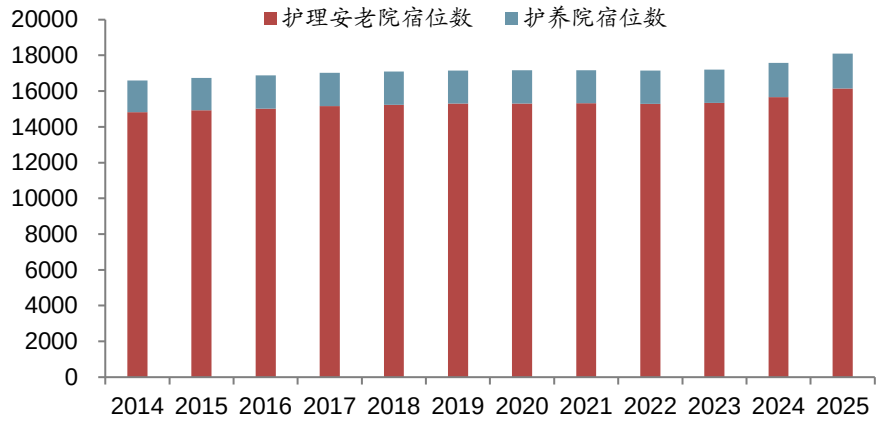
图32.家居照顾服务平均成本（港元）



数据来源：中国香港社会福利署，财通证券研究所

普通安老院升级为护理安老院。除了社区照顾服务以外，中国香港的长期照护以院舍照顾服务为辅。不同于内地，中国香港设立安老院起初是为了满足健康老人的居住和社交需求，伴随着一系列针对老年人的公共住房政策的推行，原本扮演“安置”角色的安老院开始逐渐淡出历史舞台。2003 年起，普通安老院不再接受新的入住申请，院舍照顾服务拓展功能，增加了医疗护理要素，且仅针对那些最需要专业照护的老年人，即护理安老院。目前，长期照护服务中院舍照顾服务主要分为非政府机构管理的护理安老院和能够为老年人提供更高水平护理服务的护养院。

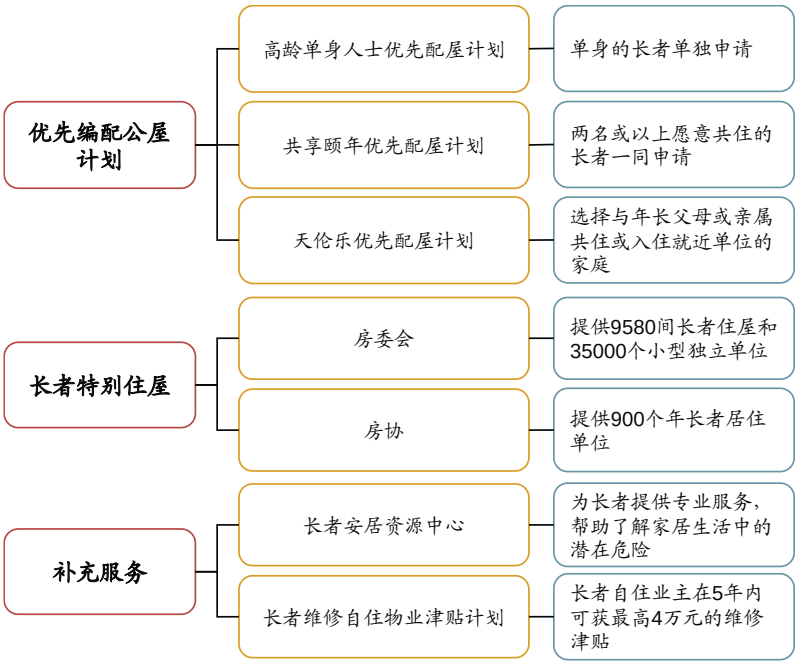
图33.院舍照顾服务宿位数（个）



数据来源：中国香港社会福利署，财通证券研究所，2024、2025 年数据为预算数据

中国香港建成完善的长者住房保障体系。在“以房养老”方面，**首先，**为照顾长者的住屋需要，中国香港房委会针对长者的需要提供不同的优先编配公屋计划，符合相应条件的长者可优先获配公屋；**其次，**中国香港房委会及房协均提供为长者而设的特别住屋；**再次，**房协的长者安居资源中心有着经验丰富的职业治疗师及社工随时为有需要的长者提供适切的服务，包括身体功能测试、专业咨询服务等；**最后，**长者维修自住物业津贴计划为老人住房提供财政资助。

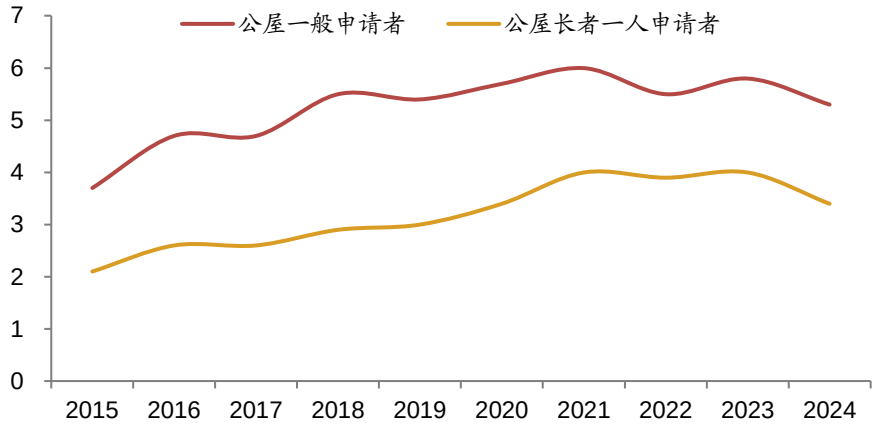
图34.中国香港的长者住房保障体系



数据来源：中国香港房屋署，姚栋《老龄化趋势下特大城市老人居住问题研究》，财通证券研究所

长者住房问题得到有效解决。中国香港的长者住房保障效果显著，**一方面，**从近十年获编公屋的申请者数据来看，平均轮候时长为 5.2 年左右；相比之下，长者一人申请者获编公屋的平均时长为 3.2 年左右，等待时长显著低于其他人。**另一方面，**长者维修自住物业津贴计划自 2008 年推出以来，至 2019 年，已惠及约 2.4 万名长者自住业主，资助他们进行单位内部维修保养及改善楼宇安全工程。

图35.一般申请者和长者的公屋轮候时长（年）



数据来源：中国香港房屋署，中国香港房协，财通证券研究所

风险提示：

政策变动调整超预期。本文对政策基调的判断基于近期重要会议和政策的表述，但如果经济恢复进程超预期放缓，国内政策相应可能出现超预期调整。

经济恢复不及预期。本文对经济运行判断基于公开数据，无法预知未来经济或有变动。

历史经验失效。历史的经济环境和条件不可能与当前完全相同。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当
然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。