

# 从数据来看中国内地与香港公募基金行业（上）：GDP 和养老金背后

**Morningstar** 晨星全球数据研究员 雷宇明

内地目前在基金发展方面，还存在费用较高、产品缺乏创新、信息披露不健全、投资者对基金产品了解不够、缺乏有效监管和开放度等问题。香港作为一个成熟的资产管理市场，有很多中国内地在发展基金行业时可以学习的地方。同时内地和香港的资本市场正在积极推进各项方面的合作，如沪港通和两地基金互认等。两地资本市场的交流需要投资者、基金公司等市场参与主体对两地的基金行业有比较清晰的认识。在此背景下，通过中国与香港基金行业发展历史、宏观行业情况、基金产品类别与特点、投资者和基金公司等方面的对比，可以提供一个大致的行业分析。

下面本文将从分为上下两篇，试图从数据出发对中港基金市场构成、发展空间进行对比和探讨。

## 资本市场基本情况

从整个金融市场来看，香港是国际公认的重要金融中心，业界精英云集。香港社会的多元化孕育了非常具有创造力和充满生机的商业文化，培养了优良的投资环境，成为国际投资者在亚洲拓展各种业务的理想场所。香港市场的金融产品非常丰富完备，给投资者提供了丰富的投资选择。普通证券产品有股票、债券、单位信托基金、交易所交易基金、对冲基金、强积金基金等；而相应的衍生产品市场有股票指数相关产品、股票相关产品、黄金期货、利率相关产品等。中国国内随着社会主义市场经济体制的建立和完善，改革开放的推进，金融市场的基础建设逐渐完善，目前香港市场交易的金融产品大多在国内也有交易，比如股票、认股权证、股指期货、债券等，在基金方面也有公募基金、私募基金等。两地市场的主要差别在于：1、市场的准入和经营环境不同。中国的金融目前对外资没有完全放开，外资金融机构很难进来，进来后开展业务也不太自由。从上市公司中外国公司的比例来看，伦敦和纽约均在10%以上，香接近1%，而目前在上海和深圳上市的外国公司则没有一家。2、政策方面的差距。中国内地目前的相关金融政策与香港相比还有差距。首先是人民币利率非市场化。中国目前实行利率市场化改革是一个稳健的、逐步进行的过程，利率市场化尚未实现。如果没有市场化的利率，金融资产定价就缺乏基本依据，很难有发育成熟的金融市场。目前人民币还不可完全自由兑换，而货币自由流通是金融市场发展走向国际化的必要条件。国务院目前在人民币可自由兑换方面正逐步推进，香港离岸人民币市场得到了快速发展。3、由于经营环境和政策方面的差异，两地的金融产品具体的产品类型和交易规模，也产生了较多的差异。比如香港市场有相应的权证可以实现个股的做空，而目前国内是禁止做空个股。相应在

基金上，香港有对冲基金，而国内公募市场还缺乏真正意义上的对冲基金。

资产管理行业，和银行业、政府服务与监管、保险业构成了金融业发展的重要组成。香港凭借在亚太区的投资管理优势，目前是外国投资者进入中国内地市场的桥梁，也是内地投资者参与外资的门户，其资产管理行业发展迅速。香港政府统计处对资产管理行业的统计，主要是包括互惠基金、房地产投资基金和私人银行财富管理业务。整体规模在 2012 年底合并资产为 125870 亿港币。香港注重不断推出新产品以满足境内外投资者的金融需要。香港证监会先后批准了对冲基金、房地产投资基金(REIT)、欧盟可转让证券集合投资计划(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities)等产品入市发售，适时批准新的交易所交易基金(ETF)产品，涉及范围包括内地的 A 股、越南股票、商品期货指数、黄金等产品，这些基金产品可以实现海外资产配置。在行业发展过程中，香港资产管理业的专业能力不断提高。截至 2012 年年底，中国国内的资产管理行业总规模约在 13 万亿人民币，中国的基金行业是中国资产管理行业中的一部分，规模为 2.4 万亿人民币，除开基金其他主要是银行业理财产品，2 万亿规模；保险类为 5 万亿规模；信托类为 3 万亿规模；券商规模 1500 亿。每个产品类别有自己的竞争模式。过去几年中，信托业发展最快，保险其次。

在考虑资产管理的资金成本时，我们可以参考无风险利率水平。目前中国和香港的无风险利率使用可选取人民币和港币一年期存款的利润，港币一年期存款的利率为 0.5%左右，而人民币一年期存款利率 3%左右。香港港币汇率联系美元，开放的货币市场会让利率在国际间传导，目前美国、欧元区、日本一年期定期存款利率均在 0.5%以下，香港的利率水平接近国际水平。国内人民币利率并没有市场化，目前主要是政府出于宏观经济政策和货币政策的需要维持在这一水平。再看十年期国债时，中国 10 年期国债的年化回报约为 4.3%，而香港 10 年期政府债券的年化回报为 1.92%，相差两到三个点。目前银行存款及国债类资产在香港获得的无风险回报比较小。这一资金成本的差异也造成了两地资产管理行业有所不同，内地较高的无风险利率吸引了很多资产投入到货币市场基金，而香港货币市场基金的份额则较小。内地基金管理者只有创造高于无风险利率的更多回报才能吸引投资者。

## 市场规模

香港是一个开放的基金市场，在香港市场销售的基金除了香港本地注册的基金，还有来

自海外的基金（比如注册地在卢森堡，泽西岛等）。截止 2014 年 3 月 31 日，香港证监会认可的单位信托及互惠基金共计 1935 支，而其中注册地在香港的基金不到三分之一。广大的海外基金在香港销售，丰富了香港投资者的选择，也让香港投资者可以通过基金间接在全球范围内选择他们的投资标的。开放的基金市场让香港的基金规模迅速增长。截止 2013 年 12 月 31 日，香港证监会认可的基金，其资产净值为 1.29 万亿美元。其中占比最大的是股票基金和债券基金，资产分别为 5961 亿美元和 4715 亿美元，占比分别为 46%和 36%，加起来占整个基金市场规模的 82%。而货币市场基金 441 亿美金，占比不到 4%。香港货币市场的低利率，让投资者更加偏好可以获取更多收益的股票型基金和债券型基金。

香港主要基金类型和规模(单位：百万美元)

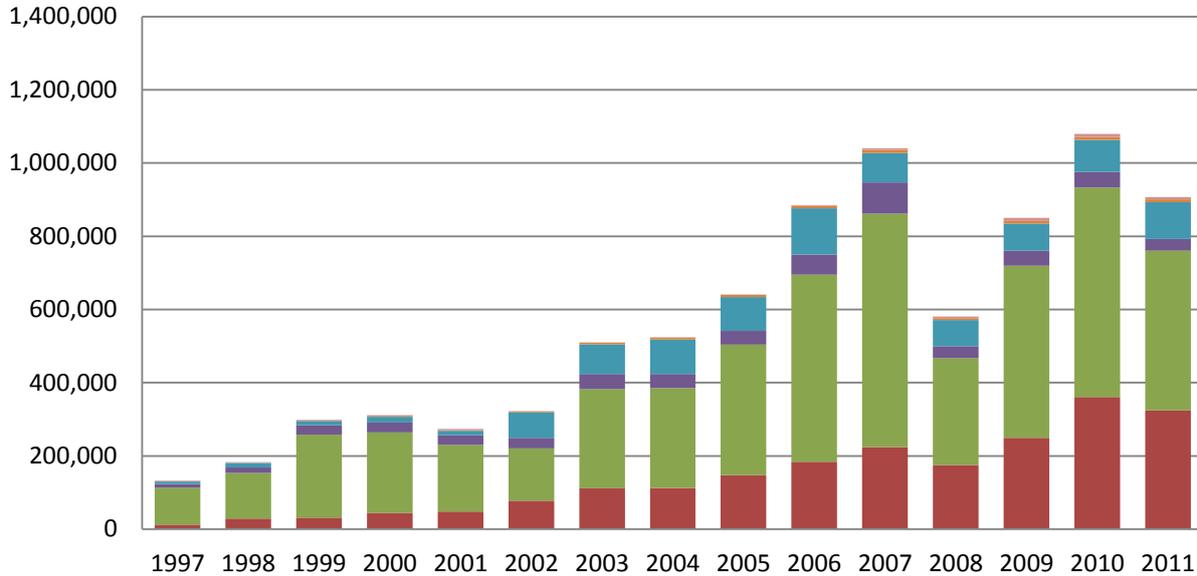
截至	债券基金	股票基金	多元化基金	货币市场基金	基金的基金	权证基金	其他特别基金	总值
12/1997	12,718	100,503	9,586	7,078	591	277	1,629	132,383
12/1998	28,891	124,840	14,266	12,676	1,036	306	1,078	183,092
12/1999	31,383	226,861	26,296	11,193	1,227	419	1,501	298,879
12/2000	44,544	219,934	26,869	15,788	2,529	22	1,765	311,449
12/2001	48,499	181,547	26,123	12,222	2,283	1.3	3,545	285,210
12/2002	77,703	143,290	28,842	69,739	2,375	n.a.	421	342,134
12/2003	112,048	270,582	41,095	81,472	3,863	n.a.	685	534,288
12/2004	112,486	272,962	38,433	94,540	4,813	n.a.	1,046	551,219
12/2005	147,379	356,731	37,650	92,574	5,528	n.a.	1,260	667,585
12/2006	184,431	510,371	55,033	126,790	6,794	n.a.	1,703	910,254
12/2007	224,116	637,641	85,690	79,882	8,326	n.a.	4,862	1,077,160
12/2008	175,584	291,700	32,695	71,103	5,387	n.a.	4,785	628,302
12/2009	249,376	470,020	40,846	74,640	6,635	n.a.	8,789	926,876
12/2010	360,944	571,859	43,005	86,854	7,898	n.a.	9,106	1,188,065
12/2011	324,078	436,280	32,345	100,535	7,817	n.a.	6,284	1,013,873
12/2012	467,175	498,959	45,726	83,609	9,332	n.a.	5,551	1,237,624
12/2013	465,752	573,172	69,776	42,461	12,515	n.a.	3,805	1,253,893

数据来源:香港证监会 数据截至日期: 2014 年 3 月 31 日

以上为香港证监会认可基金的规模。其中其他特别基金包括期货及期权基金，结构性基

金和投资于金融衍生工具的基金等。

香港主要基金类型和规模（单位：百万美元）



数据来源:香港证监会 数据截至日期: 2014 年 3 月 31 日

中国的基金销售市场目前还没有向海外市场开放,在国内销售的基金都必须在国内注册。根据中国证监会 2013 年 12 月 31 日的数据,中国内地的基金市场规模约为两万九千亿元人民币,股票型基金和货币型基金分别为一万一千五百亿元和七千三百亿元,占比 39.5%和 25.1%,而混合型基金和债券型基金分别为五千多亿和三千多亿元,占比 19.1%和 11.6%。

与香港明显不同的是,中国内地基金债券基金规模占比较小,而货币市场基金占比较大。很大原来来自于国内目前的债券交易市场和交易平台还不够成熟。而货币市场基金占比较大,一方面是因为目前国内货币市场利率 3%较香港等其他市场高,另一方面更与目前余额宝等互联网形态的货币市场基金销售密不可分。而截至 2014 年 6 月底,我国境内共有基金管理公司 93 家,其中合资公司 48 家,内资公司 45 家;取得公募基金管理资格的证券公司 3 家;管理资产合计 51240.77 亿元,其中管理的公募基金规模 36118.22 亿元,非公开募集资产规

模 15122.55 亿元。从 2013 年 12 月 31 日到 2014 年 6 月 30 日，货币基金的资产从七千三百亿元猛增到接近一万六千亿，一跃超过股票基金成为规模最大的资产类别。这里面充分反映了互联网货币基金的快速发展。在之后的章节会重点讨论互联网销售渠道创新带来的基金规模变化。

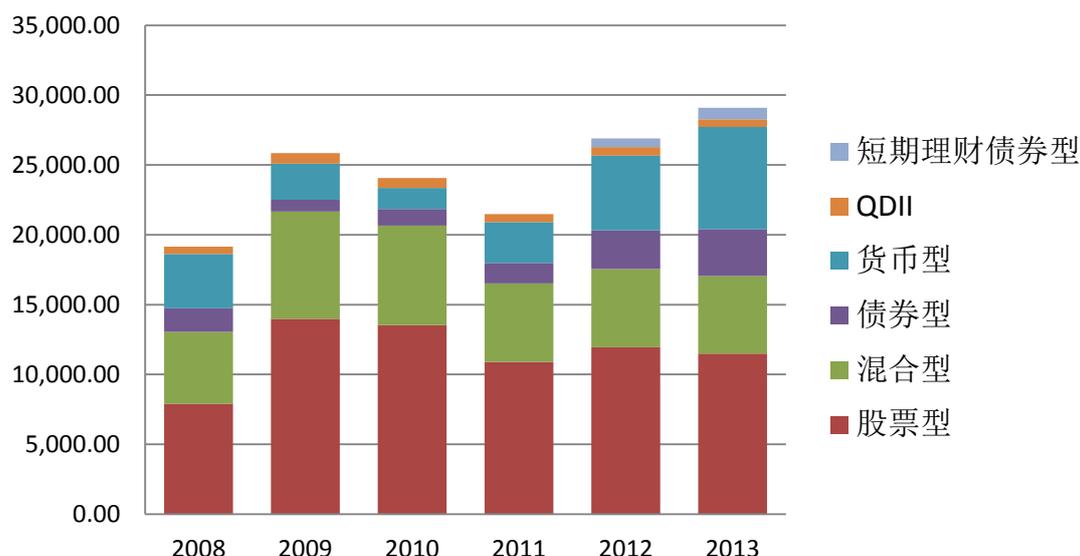
QDII 在 2014 年 6 月规模为 533.76 亿，占整个基金行业规模不到 2%，从 2007 年推出以来一直徘徊不前。根据晨星的数据，接近七成的 QDII 基金跑输基准，整体资产处于亏损状态。一方面人民币对外币的升值造成 QDII 的汇兑损失，另一方面基金管理者还缺乏在成熟海外市场投资获取超额汇报的能力。私募基金从 2013 年开始纳入证监会的监管，2014 年 6 月其整体资产规模为 15123 亿元。目前私募基金还有巨大的成长空间。

中国基金类型和规模(单位：亿元)

类别	基金数量（只）	份额（亿份）	净值（亿元）
公募基金	1714	37622.65	36118.22
封闭式基金	127	1253.41	1297.62
开放式基金	1587	36369.24	34820.6
其中：股票型	652	11120.93	10055.22
其中：混合型	342	6045.96	5599.46
其中：债券型	377	2591.8	2706.12
其中：货币型	131	15924.37	15926.04
其中：QDII	85	686.19	533.76
非公开募集资金	-	-	15122.55
<b>合计</b>	<b>1714</b>	<b>37622.65</b>	<b>51240.77</b>

资料来源：中国证监会 数据截至日期：2014 年 6 月 30 日

中国内地基金类型和规模（单位：亿元）



资料来源：中国证监会 数据截至日期：2013年12月31日

### 市场规模重要影响因素

香港和中国内地的基金市场规模存在巨大反差，以下进一步从基金规模占国内生产总值比值分析，可以揭示出中国内地基金规模存在巨大发展空间。同时从香港特有的强积金制度入手，分析养老金资产管理对基金市场规模存在的积极影响。

#### 一：国内生产总值（GDP）

GDP 是反映一国或者一地区整体经济实力的重要指标，它反映一个国家或地区的经济中所生产出的全部最终产品和劳务的价值，一般被认为是衡量国家或者地区经济状况的最佳指标。随着一国 GDP 的增长和居民收入的增长，其居民也有着更多的投资需要。而基金作为一种风险分散化的投资方式，能够很好的满足投资者多样化的投资需求，同时帮助投资者实现收益，满足养老、购房、教育等各方面的需求。通过对国内生产总值靠前的主要国家其 GDP 与基金市场资产规模的相关性分析，我们试图解释 GDP 对基金市场规模的关系和影响。

选取了主要国家和地区 2013 年全年 GDP 和 2013 年年末在当地市场销售的基金总资产，通过回归分析可以得到两者确实存在相关关系。以 GDP 为 X，基金市场规模为 Y，存在  $Y =$

0.7065X-1213.5 的关系。R 平方为 0.7453。

美国的资本市场和基金市场最为成熟，其基金规模为 GDP 的 82.6%，其他主要发达国家这一比例为 20%左右。而中国市场基金规模与 GDP 比值为 5.1%，这显示中国的基金市场还有巨大的增长空间。这一比例比较小有多方面的原因。宏观来看，中国当前 GDP 的增长以政府和企业投资为主，个人投资者整体较少，随着 GDP 增长结构的调整优化，社会投资将逐渐增多。投资者本身来看，广大的居民依靠互联网等媒介对各种投资产品会获得更清晰的认识，众多的投资者会有更多的基金投资需求。从投资产品来看，过去银行和房地产吸纳了大量的剩余资金，而目前房地产进入调控的状况，并不是理想的投资选择，银行存款利息本身不高，且随着利率市场的逐渐开放，利率长远会走低。整体来看，中国基金规模有较多增长空间。

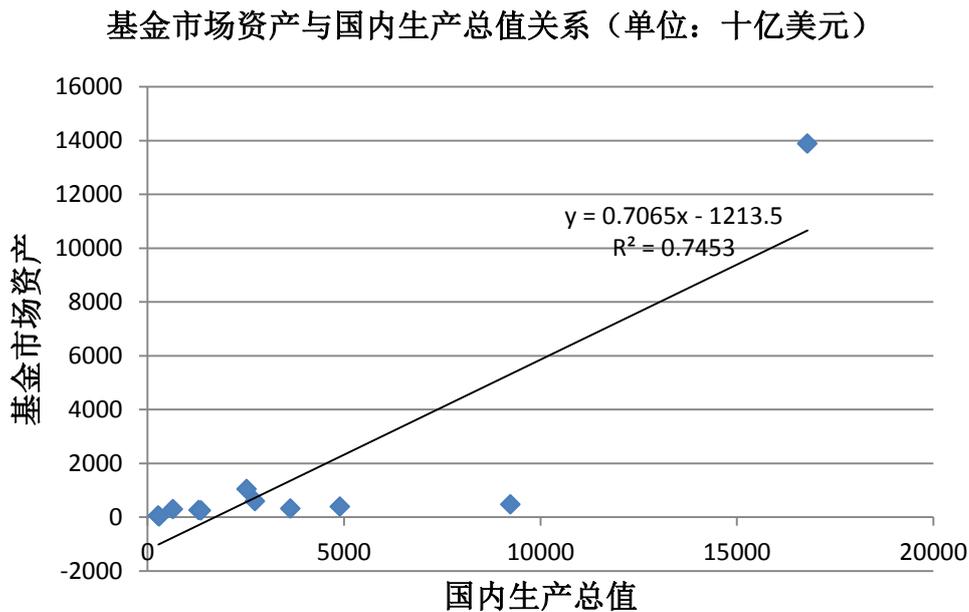


图 2-3 基金市场资产与国内生产总值关系

资料来源：世界银行，晨星资讯，中国证监会 数据截至日期：2013 年 12 月 31 日

表 2-3 主要国家 GDP 与基金规模

国家	国内生产总值（以十亿美元计）	基金市场资产（以十亿美元计）	基金资产/国内生产总值
中国	9240.270452	468.82469	5.1%
法国	2734.949065	589.222673	21.5%
德国	3634.822579	317.7665	8.7%
日本	4901.529519	387.056709	7.9%
韩国	1304.553973	257.39219	19.7%
新加坡	297.9412611	20.2966341	6.8%
西班牙	1358.262668	238.11795	17.5%
瑞士	650.781844	286.762962	44.1%
英国	2522.261112	1044.2388	41.4%
美国	16800	13880.537	82.6%

资料来源：世界银行，晨星资讯，中国证监会 数据截至日期：2013 年 12 月 31 日

## 二：养老金资产管理

对基金市场规模和发展有着重要影响的另一个因素是养老金资产的管理。随着我国老龄化趋势的加重，同时进入人口红利的晚期，如果不做大养老金市场的规模，对养老金体系进行调整和完善，将面临严重挑战。而美国较早就完成了养老金的改革，其中重要的一点就是让养老金进入到投资市场。美国的养老保障体系分三块，第一块是全国统筹的社会养老保险计划(OASDI)，这是美国人获得养老保障的重要支柱；第二块由雇主发起并设立的私人养老金，包括以 401K 为代表的固定缴纳计划(Defined Contribution)，还有传统的固定收益计划(Defined Benefit)；第三块则是家庭个人开设的个人退休帐户（IRA）或购买相关的商业人寿保险，或者是家庭用于养老目的的住房、投资以及储蓄等养老保障计划。而这其中，后面两块占比超过 60%。虽然社会养老保险不可以直接投资股票市场，但是可以通过基金投资到股票、债券等广大的投资品种。同时个人可以管理自己的私人养老金帐户，通过基金将养老金资产投资到不同品种。这带来了美国共同基金市场的发展。

香港在 2000 年开始，推出了类似于美国的私人养老保障制度，叫强制性公积金。香港强制性公积金(Mandatory Provident Fund Schemes 英文缩写为 MPF)，以下简称“强积金制度”，也被称为“香港的社保”港，是香港自 2000 年 12 月 1 日开始实施的养老社会保障制度。强制性供款额基本上按雇员每月收入的 10%计算，即雇主及雇员各须供款 10%，自雇人士也须按收入的 10%供款。雇要到 65 岁后或个别原因，才可取得供款，主要以作退休之用。强

积金供款属于雇员，由商业机构依据集合投资信托相关法律实行市场化管理和运作管理，由香港积金局监管。在强积金投资上，香港政府对资金的投资范围、投资比例及投资工具等都做了非常详细的规定，这些制度保证了强积金的稳健运营。在强积金帐户下，个人可以选择将其强积金资产购买不同类型的基金，并且在不同阶段选择风险类型不一样的基金产品。相应的强积金基金受到严格的投资规定和限制，基金不可投资于风险过高的结构性产品，不可采用杠杆化方式投资，通过分散投资减少风险。由于人们可以灵活地选择其养老金账户的投资方式，近年来，强积金基金迅速发展。截至 2014 年 7 月 8 日，强积金计划核准的成份基金数目已达到 477 支，所有计划的资产净值达到 5427.41 亿港元，其中混合资产基金 2185.71 亿港元，股票基金 2075.22 亿港元，占比分别为 40% 和 38%。

从 2000 年 12 月 1 日到 2014 年 6 月 30 日，强积金的年化内部回报率在扣除费用之后为 4.3%，总计带来 1326.82 亿港元的回报。强积金制度一方面解决了香港的养老问题，另一方面也极大地促进了香港的基金市场和整个金融市场的发展。

强积金核准成份基金的资产净值（单位：百万港元）

截至	强积金保守基金	货币市场基金及其它	保证基金	债券基金	混合资产基金	股票基金	合计
31.12.2004	18 237	856	18 528	1 486	61 526	19 550	120 183
31.12.2005	21 960	1 018	21 302	1 846	78 020	27 214	151 360
31.12.2006	25 908	1 082	24 246	2 427	105 244	43 500	202 407
31.12.2007	28 260	1 121	25 755	3 093	131 785	74 772	264 786
31.12.2008	33 306	1 205	25 926	3 855	95 312	49 880	209 484
31.12.2009	39 100	1 378	30 683	4 958	137 344	95 408	308 870
31.12.2010	40 502	1 383	33 185	5 843	158 406	126 123	365 443
31.12.2011	43 902	1 365	35 217	7 612	148 170	119 769	356 035
31.12.2012	48 619	1 482	39 818	10 972	177 946	161 001	439 839
31.12.2013	53 033	2 015	43 462	12 403	208 193	194 958	514 065
30.06.2014	55 631	2 231	45 059	13 727	218 571	207 522	542 741

资料来源：香港强制性公积金计划管理局 数据截至日期：2014 年 7 月 8 日

中国目前的养老金存在几种不同的制度：城镇居民社会养老保险、城镇职工养老保险制度、事业单位职工养老保险制度、公务员养老保险制度和新型农村社会养老保险。城乡居民养老保险与城镇职工、事业单位职工特别是公务员养老保险制度上存在不平衡，以及城镇职工与公务员养老保险制度存在的不一致，目前在推进养老金的统筹改革。同时也有一部分企

业有企业年金，或者个人购买养老保险。中国的养老基金目前还没有像香港或美国可以由个人来选择投资产品，而管理养老金等社保基金的组织，一般都是人力资源和社会保障部下属机构，集保费征收、基金管理、投资运作等多种职能于一身，以政企合一的方式运营基金。当前中国养老金储备规模仅为 GDP 总额的 2%，远远低于全球平均水平。养老金个人空账持续增长是当前的主要问题。随着养老金缺口的持续扩大，延迟退休年龄以及增加个人缴纳费用成为当前缓解社会养老金缺口的主要方式。然而，盲目采取缓和方式必将会引发更多的问题。目前，由社保基金理事会进行投资运营的全国社保基金是中国在社会保障方面的中央战略储备基金。根据全国社会保障基金公布 2013 年的年报，报告期末，社保基金会管理的基金资产总额 12415.64 亿元(人民币，下同)，其中社保基金会直接投资资产 6697.74 亿元，占比 53.95%；委托投资资产 5717.90 亿元，占比 46.05%。本报告期，基金权益投资收益额 685.87 亿元，其中，已实现收益额 592.71 亿元，已实现收益率 5.54%，交易类资产公允价值变动额 93.16 亿元。投资收益率 6.2%。基金自成立以来的累计投资收益额 4187.38 亿元，年均投资收益率 8.13%。

在养老机制进行完善监管、引入市场机制、提高基金效率等改革的时候，通过考虑将养老金与基金市场投资相结合，探索统一管理和个人管理并存的模式，可以推动解决养老金制度现存问题，也能够给国内基金行业发展带来新的契机。随着资本市场的发展和投资文化的普及，越来越多的国家将国家养老管理和个人自主管理相结合，个人自主管理养老金能够进行多样化的自由选择，已经成为趋势。如果能够推出个人通过基金投资来管理自己的养老金帐户，将很大程度上提升基金市场的资金规模，投资者在管理帐户的过程中对基金等各类投资产品会有更多的了解，培养了良好的投资文化，同时也可以满足不同人士在不同阶段的针对养老金的投资需求。