

# 流動性.長久性.傳承

目的導向的財富管理方式



# 目錄

- 03 尊敬的讀者
- 04 “流動性.長久性.傳承” 簡介
- 06 在風險/回報之外
- 11 “流動性.長久性.傳承” 策略的優勢
- 15 管理 “流動性.長久性.傳承” 策略
  - 1 流動性策略
  - 2 長久性策略
  - 3 傳承策略
- 22 結論
- 23 參考文獻和相關信息
- 24 章節附註

作者

**Michael Crook**  
michael.crook@ubs.com  
+1 212 649-8153

**Ronald Sutedja**  
ronald.sutedja@ubs.com  
+1 212 713-2812

**Jeff LeForge**  
jeff.leforge@ubs.com  
+1 212 882-5594

# 尊敬的讀者：



Mark Haefele

瞭解您的價值觀以及欲實現的生活目標，是瑞銀與您合作共贏的重要基礎。投資是件極為個人化的事情，因此我們總是在一開始先與您討論什麼是您最看重的。

在這份白皮書報告中，瑞銀投資總監辦公室（CIO）解釋了“流動性.長久性.傳承”（Liquidity.Longevity.Legacy）策略的基本支柱—如何運作、為何行之有效以及如何在實踐時加以管理。

- 1 **流動性** 有助於維持您的生活方式。
- 2 **長久性** 有助於提升您的生活方式。
- 3 **傳承** 有助於改善他人生活。



Michael Crook,  
CAIA, CRPC

這種獨特的財富管理方式能使您清楚瞭解自己的資金去向以及原因。通過“流動性.長久性.傳承”流程能妥當安排現在、未來以及子孫後代的需求，讓您安心無憂。

此致，

Mark Haefele  
全球首席投資總監  
財富管理

Michael Crook, CAIA, CRPC  
美洲投資策略主管  
瑞銀財富管理投資總監辦公室

\* 時間框架可能會有所不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

# “流動性.長久性.傳承” 簡介

每個家庭的財務計畫各不相同，但多數投資策略建構的方式大同小異。本報告所討論的策略不以“風險承受度”作為主要指引，而是以您的財務目標作為基石。“流動性.長久性.傳承”（Liquidity. Longevity. Legacy.）理財方式<sup>1</sup>將您的家庭財富配置於以下三種策略：<sup>2</sup>

## 1 流動性 （Liquidity）

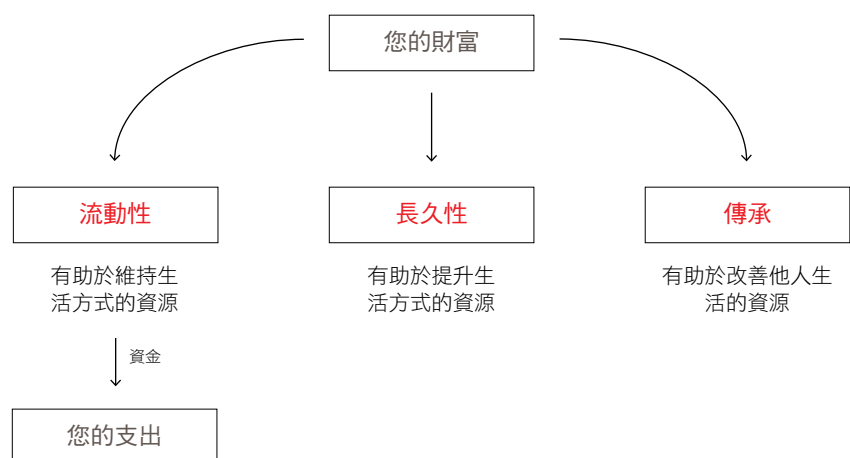
流動性策略旨在構建與支出相匹配的資產配置，以“自動”（或接近自動）提供未來二至五年穩定的現金流。比如，退休人士的流動性資產可能包括退休金、現金和三年期階梯型債券組合（bond ladder），總額與該退休人士的預計支出相符。重要的是，我們建議所持現金水位不宜高出一年所需的支出金額，極為特殊情況例外。

## 2 長久性 （Longevity）

長久性策略的目標和規模旨在涵蓋家庭成員餘生所需的所有資產和資源，明確反映出實現未來支出目標所需的財富。適當管理也必不可少——不僅要建構充分多元化的投資組合，還要密切關注通膨並管理下行風險。長久性策略下的資產包括退休資產、投資組合、長期照護計畫、主要房產和類似資產。隨著時間推移，這些資產可用於補足流動性策略。

## 3 傳承 （Legacy）

傳承策略意在自身及家庭的財富之外亦澤被他人——包括現在及以後。該策略涵蓋滿足家庭成員終生財務目標以外的額外資產，通常也是遺產規劃的重點。由於該策略的投資期限往往長達數十年，其投資組合一般採用較為激極的投資方式，投資標的也可能包括慈善基金、房地產和收藏品。

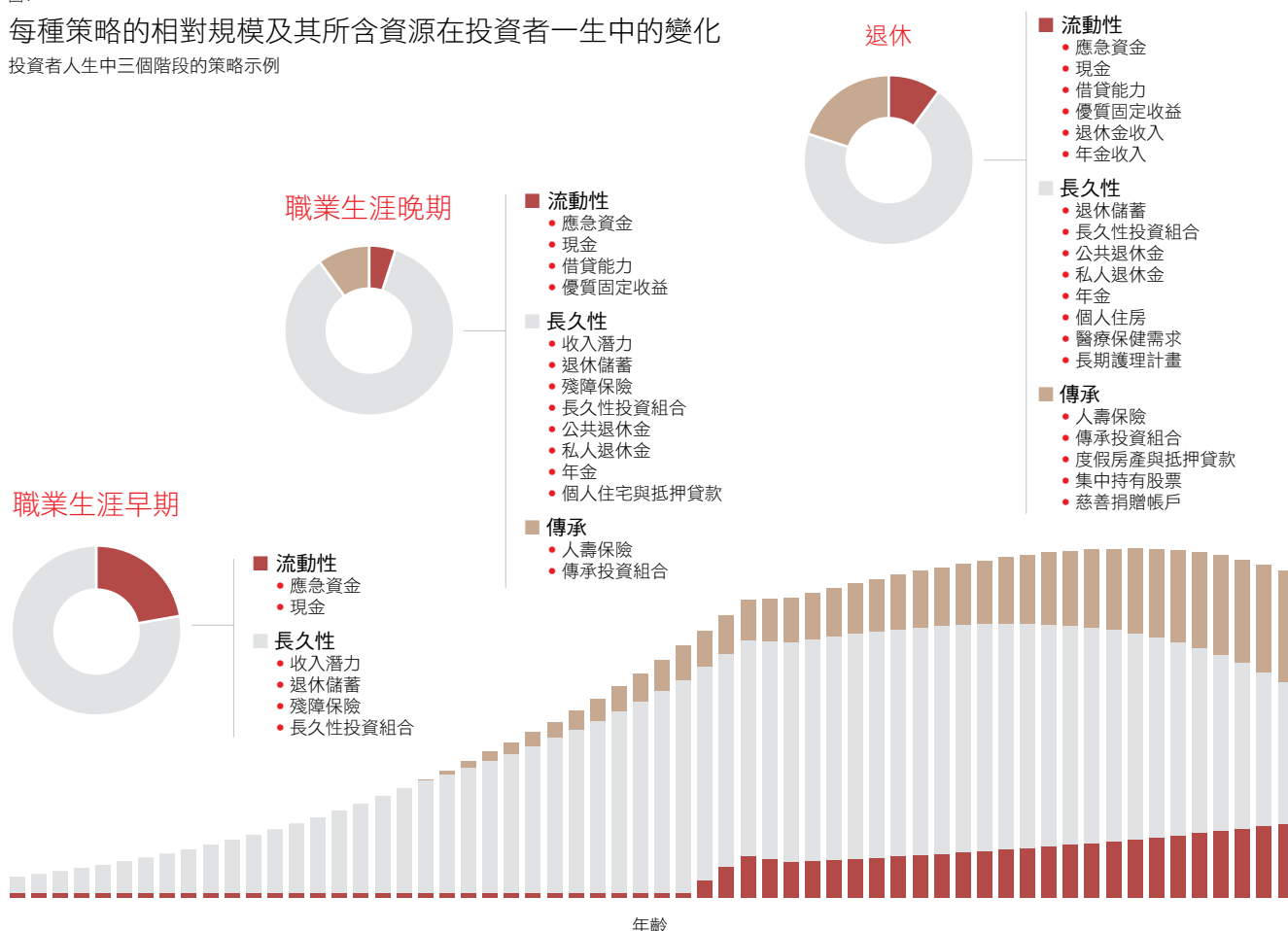


\* 時間框架可能會有不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

圖1

### 每種策略的相對規模及其所含資源在投資者一生中的變化

投資者一生中三個階段的策略示例



資料來源：瑞銀

本質上來看，“流動性.長久性.傳承”策略為希望更好地配置資產和管理負債以實現特定目標的家庭提供了藍圖。該策略為所有的財務決策提供指引，幫助家庭實現各項具體的財務目標。

在“流動性.長久性.傳承”框架下，每種策略的相對規模在投資者的一生中會發生變化。在退休前，投資者不會在流動性策略中配置太多金融資產，因為此時的收入通常能夠覆蓋所有支出。長久性策略中的儲

蓄和成長型投資則逐漸增加，而傳承策略可能仍然是空白。這意味著投資者的幾乎所有資產都投資於長久性策略。

在臨近退休時，長久性策略中的資金應足以維持投資者的餘生所需，此時可將部份資產配置於傳承策略。不過，部份資產也可以開始轉移至流動性策略中，以供未來幾年支出之用，這有助於降低整體策略的風險。

最後，投資者在退休期間會逐漸花掉長久性策略下的資產。與此同時，傳承策略下的資產不受妨礙，還可繼續升值。事實上，如果投資者相對於支出而言在傳承策略中配置了大量資產，那麼在退休期間，隨著傳承策略下的資產在整體資產中的比重越來越大，平均風險會上升。儘管這聽起來與傳統觀點相悖，但如果使用“流動性.長久性.傳承”框架對資產進行分類，這就變得很直觀。圖1顯示了投資者在長期內的資產配置變化。

\* 時間框架可能會有所不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

# 在風險/回報之外

1952年，美國經濟學家哈利•馬可維茲（Harry Markowitz）在《金融學雜誌》（The Journal of Finance）發表論文《投資組合的選擇》（Portfolio Selection）。他在文中提出的概念為現代投資組合理論（MPT）奠定了基礎。如今，投資者已充分理解了現代投資組合理論的前提，即投資組合優化取決於投資組合平均回報和變異數（即風險）。現代投資組合理論的主要洞見是，通過估算投資組合中投資的風險與回報特徵以及資產之間的相關性，投資者可以在既定風險水準下實現回報最大化，或者在目標回報水準下實現風險最小化（即均值-變異數優化）。

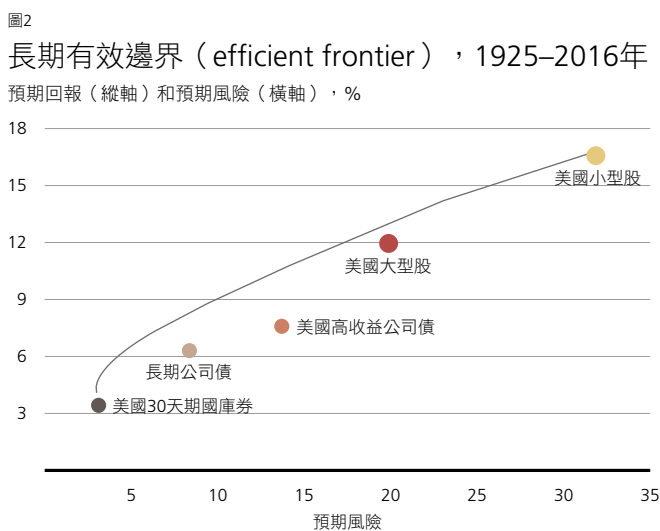
除了提供用於配置投資組合的首個量化框架外，現代投資組合理論還提出兩個重要見解。第一，投資決定應該建立在通盤考慮投資組合中所有其他資產的基礎上，這是許多投資者在投資選擇時忽略的一點。第二則是已被廣泛接受的見解，即投資者可以通過多元化持倉來降低整體風險。

當然，投資者在很早之前就認識到應該進行多元化配置。早在西元4世紀，猶太教士Rabbi Isaac Bar Aha就提出，人們應該擁有“三分之一的土地、三分之一的商品、三分之一的現金”（《巴比倫塔木德》（Babylonian Talmud））。這一基本見解提出1,600年後，馬可維茲為之增加了量化支持和精確度。

現代投資組合理論更是使之付諸實踐—至少從長期和後見之明的角度看是如此。圖2顯示1926至2016年期間五大資產類別的風險與回報狀況。圖中的線代表這一期內的有效邊界（efficient frontier），即一組有效的投資組合，可以在既定風險水準下實現回報最大化。由於有效邊界位於所有單個資產類別上方（極端情況除外），因此在資產間進行多元化配置有助於提升投資組合的效率。

我們採用美國資產類別作為範例，這是因為美國數據歷史明顯比其他大多數金融市場更長。不過，只要期限足夠長，幾乎所有資產類別都呈現類似的模式。

然而，展示一個假設的回顧性有效邊界與提前預測未來的有效邊界有很大區別。<sup>3</sup> 構建一個有效的投資組合與為一個特定家庭在特定時期挑選恰當的投資組合之間的差異就更大。事實證明，僅將注意力局限於“優化投資組合”，並不會為投資者帶來收益最大化的結果。



資料來源：Morningstar Direct、瑞銀，截至2016年12月31日

\* 時間框架可能會有不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

圖3

流動性、長久性、傳承策略包含負債驅動型投資、捐贈基金投資模式、行為金融學和整體資產負債表法。

“流動性、長久性、傳承”策略的理論支柱

	流動性	長久性	傳承
目的	為短期支出提供流動性	提供資產增長和適當風險對沖，以實現終生財務目標	傳承策略下的資產增長
投資方法	資產與負債匹配	負債驅動型投資的總財富	應納稅的捐贈基金
規模	未來三年的現金流	基於目標、年齡	盈餘
風險評估	成功概率，融資比率，盈餘可能性		長期經風險調整後回報
知識框架	墨頓 (Merton)、薩繆爾森 (Samuelson)、卡納曼 (Kahneman)、塞勒 (Thaler)、韋林 (Waring)、夏普 (Sharpe) 2.0		馬可維茲、夏普 1.0、史文森 (Swensen)

資料來源：瑞銀

“流動性、長久性、傳承”策略摒棄了“日常波動能恰當反映投資風險”的理念，而是採用了基於馬可維茲洞見的四個進階概念：負債驅動型投資 (Liability-driven investing, LDI)、捐贈基金投資模式、行為金融學和整體資產負債表法 (holistic balance sheet approach)。我們認為，與傳統的馬可維茲方法相比，上述每個概念都會給投資者帶來更多益處 (圖3)。

### 負債驅動型投資

負債驅動型投資的基本前提是擺脫以資產為中心的方法，而以特定資金池為將來的支出或負債提供資金支持。<sup>4</sup>負債驅動型方法並不把日常波動作為主要的風險衡量指標，而是建立一個優化投資組合，以滿足投資者支付未來負債的需要。在這裡風險被重新定義為無法償還負債。

退休基金是負債驅動型投資方法的主要使用者，我們發現這種策略對此類機構投資者非常有效。判斷一個退休金計畫的投資方案成功與否的標準在於，償還負債的概率是否提高以及是否達到既定目標。

理論上來說，可以在建構模型時將未來負債視為投資組合的限制性空頭頭寸，來實現上述目標。例如，將退休支出建置為對通膨掛鉤債券 (TIPS) 的空頭頭寸。大多數家庭都有明確的未來目標，並對投資資產寄予厚望。大學學費、購房、退休

支出、度假和遺贈等都有相當具體的金額和支出時間，因此可以進行特定投資來盡可能降低實現這些目標的不確定性。

從技術角度來看，在上述情況下，真正重要的是投資策略將產生盈餘還是赤字 (資產減去負債)，而不是投資組合中資產的絕對水準或變異數。因此，目標函數應該從相對於投資組合波動實現資產最大化，轉變為基於盈餘波動考量實現盈餘最大化的策略。

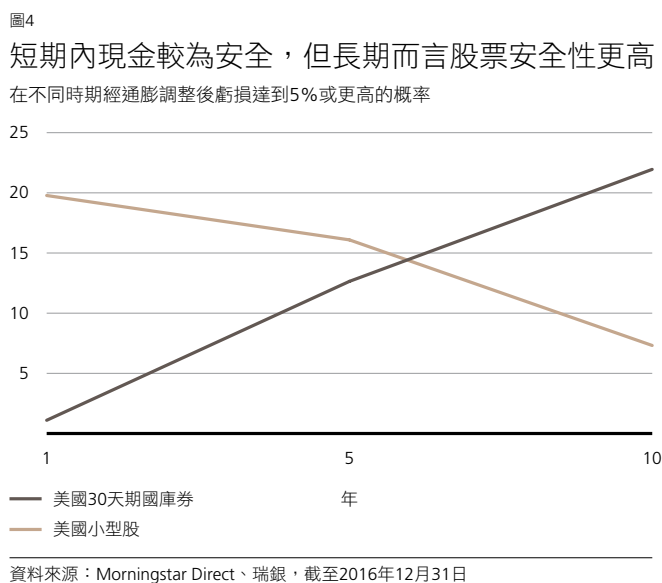
無論個人的風險承受度如何，在一個穩健型投資組合中配置一筆用於孫輩上大學的資金，如果6個月後就需要繳納大學學費，那麼這筆投資就沒有什麼意義，但如果這筆學費要7年後才用到，這麼做就完全合乎情理。正如許多投資者在2008年的遭遇一樣，將用於未來兩年生活費用的資金投入一個進取型投資組合或流動性很差的資產，也是不理性的做法。

任何資產或投資組合發生虧損的概率都取決於時間期限，也就是說投資組合是否適當，期限有著重要影響 (圖4)。在經濟體中，短期內 (比如1年) 持有現金的虧損概率接近於零。但股票則不同。過去90年來，股票持有人在持有一年的情況下，有五分之一的時間發生虧損 (有時虧損金額還相當巨大)。對於短期投資者來說，現金通常比股票更安全。

\* 時間框架可能會有所不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

相反，如果持有期間超過10年，結論就不同了。我們再次以美國數據為例，在近100年時間裡美國股市經歷了多種不同環境，股票投資者在持有至少10年的情況下，只有10%的時間發生虧損（扣除通膨因素）。在十年或以上的持有期內，現金價值實際上下降22%。在20年持有期內，美國股票投資者經通膨調整後的回報始終為正值。美國股票的20年最差回報率與現金的20年最佳回報率接近。由此可見，投資期限極其重要，負債驅動型投資法本質上是考慮到所有這些因素後的直觀動態決策。

當然，個人和家庭與退休基金不能相提並論。許多個人投資者為將來的生活支出分配了過多資金，而無需對其全部資產採用負債驅動型方法。資產分類是一種可行的解決方案。在“流動性.長久性.傳承”框架中，流動性和長久性策略共同構成負債驅動型投資策略，家庭額外資產則單獨配置到傳承策略中。



### 捐贈基金投資模型

捐贈基金投資模型是由耶魯大學捐贈基金等推廣的投資流程，其中將價值取向、低流動性和靈活機動作為取得長期優異回報的驅動力。傳承策略將此模型作為實現優異的長期稅後績效的一種手段。我們在第18頁對傳承策略的投資組合管理進行了更深入的探討。

### 行為金融學

在金融和經濟學中，假設個人和投資者的行為是理性的，就像數學家 and 經濟學家所採用的模型假設一樣。但現實情況可能截然不同。關於市場未來表現的資訊和預期會引發強烈的情緒反應（圖5）。對收益的興奮之情以及對損失的恐懼，可能極大地影響投資者在短期內有效配置資產，而這常常會導致長期目標受損。

例如，對市場下跌的擔憂可能導致投資者在該投資時卻由於風險偏好下降而停步不前。另一方面，賠本賣出證券引發的焦慮、承認投資誤判帶來的悔恨等，導致投資者困守虧損頭寸，而不是賣出並再投資於更好的標的。當投資者意識到需要採取行動時，恐慌感也會隨之而來，但他們往往不是選擇在低點買進，反而是賣出。

與此類似，市場持續上漲之際，一些投資者小有收穫就興奮不已，過早賣出，這稱為處置效應（Disposition Effect，指投資人在處置股票時，傾向於賣出賺錢的股票而繼續持有賠錢的股票）。對另一些投資者來說，貪婪和過度自信占了上風，他們不願意賣出表現優異的資產，而是選擇持續提高投資組合的風險水準。比如，投資者在1999年12月加倉科技股，在2007年10月加倉金融股並在2009年3月賣出。情緒凌駕於邏輯和事實之上，導致投資表現落後。

風險偏好可能會隨時間推移而變化，而“流動性.長久性.傳承”策略能幫助您避免做出代價高昂的情緒化投資行為，尤其是在最艱難的市況下，因其有專項資產用以滿足短期支出需求，因此不會受到市場風暴的影響，讓投資者感到安心。流動性策略的規模可以滿足未來2到5年的

\* 時間框架可能會有不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。



支出需求，並投資於在熊市期間表現較穩定的金融資產。這使得投資者在明知未來多年不會用到長久性和傳承策略（為長期增長而投資）的情況下，能夠保持定力。在市場下跌並會引發糟糕投資決策的市況下，這種心理安慰尤其珍貴，而且能帶來切實好處：在市場、宏觀經濟以及地緣政治局勢緊張的環境下，它使得投資者保持投資紀律的概率上升。

此外，“流動性.長久性.傳承”框架旨在將行為偏差從阻力變為優勢。例如，根據“心理帳戶”概念，人們傾向於將資產和支出目標劃分成不同部份，並且區別對待各個部份，而不是通盤考慮。這種傾向可能導致次優決策，比如將資金投資在收益率只有2%的投資上，而不去償還利率高達15%的信用卡欠款。“流動性.長久性.傳承”框架正是利用這種心理上的分類傾向，將資產與特定的支出目標相匹配。因此，這是一種直觀的投資策略，在資產與支出目標之間建立起了清晰的聯繫。

### 整體資產負債表法

傳統的資產負債表包括一個家庭的有形資產和負債。資產可能包括房地產、退休資產、合夥人權益、經紀帳戶和退休金等。負債往往只限於未償債務，有可能是按揭貸款及其他類型的債務。

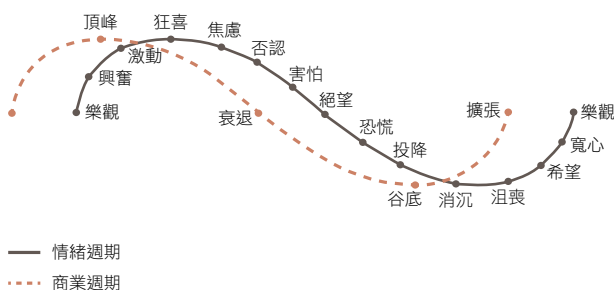
在有形資產之外，還可以將個人和家庭的無形資產和負債納入整體資產負債表之中，以便更全面地瞭解家庭的財務狀況（圖6）。

一項格外重要的無形資產是人力資本。從客觀角度來看，一名30歲的新手外科醫生比一名未受過高等教育或沒有穩定工作的30歲人士具有更高的人力資本。雖然人力資本很難高度精確地量化，但瞭解和考慮到人力資本的一般風險屬性和資產負債表影響，有助於做出更好的配置決策，例如購買殘障失能保險，以防範職業生涯中的人力資本損失。<sup>5</sup>

圖5

### 投資者情緒往往導致事與願違

投資者情緒週期示例



資料來源：Fisher, G. S. (2014) *Advising the Behavioral Investor: Lessons from the Real World, in Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing* (eds H. K. Baker and V. Ricciardi), John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ, USA.

未來的支出目標也可以視為負債，如購買第二套房、子女或孫輩教育費用和退休支出等。此類支出是家庭的未來負債，與抵押貸款或其他債務類似。“流動性.長久性.傳承”框架能夠讓家庭清楚地知道他們如何使用負債（如抵押貸款和證券抵押貸款）來實現其目標。比如，將證券抵押貸款作為流動性資產，以應對原本需要出售投資資產（從而將無法享受遞延稅項優惠）才能支付的意外費用；或使用長久性策略中的抵押貸款，用於為家庭購買住所；或利用抵押貸款來購買性價比高的可傳承資產，比如度假屋。

完整的資產負債表編制完成後，將資產與負債進行比較可看出重要資訊。如果資產規模超過負債，意味著家庭擁有“盈餘”，即擁有安全邊際。如果負債超過資產，則應該積極尋求資產增值、削減支出計畫或調整投資策略等方法來解決赤字問題。

\* 時間框架可能會有所不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

圖6

### 資產負債表包括有形及無形資產和負債

退休前和退休後完整的資產負債表示例

退休前		退休後	
總資產	總負債	總資產	負債合計
<b>流動性</b> 5%	<b>流動性</b>	<b>流動性</b> 10%	<b>流動性</b>
應急資金（現金）	可用信用額度	應急資金（現金） 固定收益（3年） 退休金收入 年金收入	私募股權出資要求 退休費用（3年） 醫療保健費用（3年） 可用信用額度
<b>長久性</b> 85%	<b>長久性</b>	<b>長久性</b> 70%	<b>長久性</b>
長久性投資組合 大學計畫 殘障失能計畫 公共退休金 私人退休金 年金 個人住所 人力資本	抵押貸款 貸款 退休支出需求 退休後的醫療保健需求 未來長期護理計畫需求 子女大學費用	長久性投資組合 長期護理計畫 公共退休金 私人退休金 年金 個人住所	退休支出需求 退休後的醫療保健需求 長期護理計畫
<b>傳承</b> 10%	<b>傳承</b>	<b>傳承</b> 20%	<b>傳承</b>
人壽保險 傳承投資組合		人壽保險 傳承投資組合 度假屋 集中持有股票 捐贈人擔任顧問的基金	子女住房貸款 度假屋抵押貸款 不可撤銷的遺贈承諾 計畫贈予 房產稅

資料來源：瑞銀

\* 時間框架可能會有不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

# “流動性.長久性.傳承” 策略的優勢

## 1 投資表現優於其他方式

“流動性.長久性.傳承”策略的一個根本優勢是，幫助投資者在適當的時間選擇適當的資產配置策略。雖然選擇適當的資產配置可能聽起來無關緊要，但事實並非如此。比如，在配置固定收益產品時，投資者往往不會考慮到人力資本或退休金收入等資產，因此該投資組合所包含的固定收益產品可能超出其需求。

影響是切實存在的：如果投資組合的股票頭寸相對於固定收益增加10%，我們預計年均回報可能將上升0.5%。當然，我們必須妥善管理風險—為了每年0.5%的額外回報而讓家庭在退休初期承擔“時序風險”（sequence risk），這是得不償失的。“時序風險”是指如果在退休初期出現深度負回報，將有損此後的整個退休計畫，並令家庭面臨資金耗盡的風險。這也正是“流動性.長久性.傳承”策略富有成效的原因之一。在投資者的一生中，“流動性.長久性.傳承”策略隨著時間的推移而逐漸調整，以適當增加或降低風險。

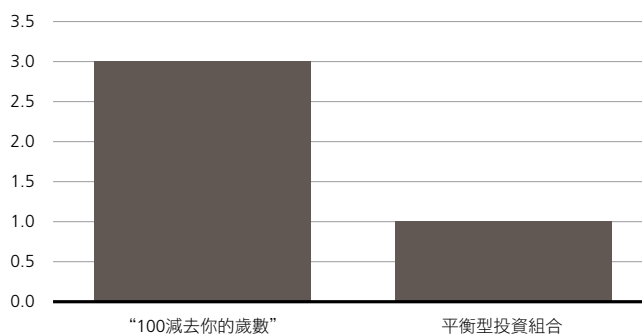
以一對45歲的夫婦為例，我們採用蒙特卡羅分析法將以下兩項常見配置與“流動性.長久性.傳承”策略進行對比：（1）靜態均衡型投資組合策略，以及（2）“100減去當前年齡”的策略。蒙特卡羅分析法對投資回報、資金投入以及提取金額進行模擬，以反映投資者在數年和數十年內可能經歷的情況。蒙特卡羅模擬是投資計畫的重要組成部分，因其使我們考慮到投資回報的可變性，從而更好地評估在各種市場環境下成功實現目標的概率。

我們發現，經風險調整後，“流動性.長久性.傳承”策略的年化表現比靜態均衡型投資組合高出1%。相較於“100減去當前年齡”的

策略，“流動性.長久性.傳承”的表現更佳—平均每年跑贏逾3%。這是由於在“100減去當前年齡”的策略下，該夫婦在50歲和60歲時持有的投資組合將過於保守（圖7）。

“流動性.長久性.傳承”策略之所以較其他策略表現優異，是因為其他策略無法為實現家庭目標（比如終生支出）所做的財務決策提供有效指引。在其他策略中，近期所需的資產與未來10、20或30年所需的資產之間幾乎不做任何區分，更不用說那些餘生都不會用到的資產。金融資產的各項目標變得同質化且抽象化。這使得投資配置決策偏離了家庭的目標和風險承受能力，導致長期內投資組合無法實現最優回報。

圖7  
“流動性.長久性.傳承”框架的結果優於其他策略  
該框架的模擬等效額外收益（阿爾法），%



註：文中所述情景的模擬結果。  
等效額外收益（阿爾法）是一個淨現值指標，用於估算在淨現值基礎上與“流動性.長久性.傳承”策略相符的年化跑贏幅度。  
“100減去你的歲數”是一種投資法則，指投資者每年調整其對股票的資產配置，使之等於100減去自己的歲數。例如，一名65歲的人在投資組合中配置35%（即100-65）的股票。平衡型投資組合假設保持60%股票/40%債券的配置不變，無論其處於什麼年齡或生活階段。  
資料來源：瑞銀，截至2017年8月1日

\* 時間框架可能會有所不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

## 2 資產分類有助於安渡熊市

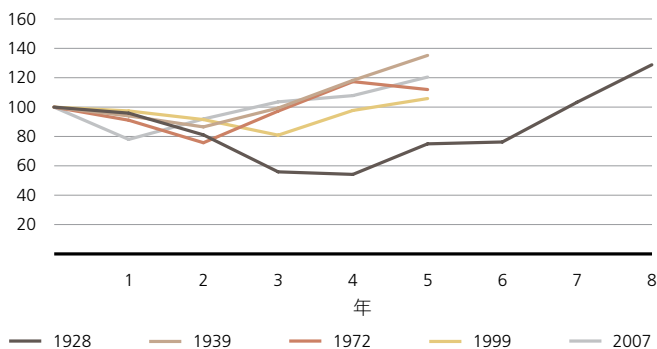
多數投資者對股票熊市避之唯恐不及。不過，對於仍處於工作階段的投資者，熊市往往提供了以較低價位入場的重要機會。儘管投資者並不樂見熊市發生，但這有助於長期內增加財富。

退休人士以及為退休人士理財的投資組合經理面臨著更艱巨的挑戰。退休人士沒有勞動收入，無法在熊市期間增加投資組合的頭寸。恰恰相反地，他們需要從投資組合中獲得收入。如果在退休初期恰逢熊市來臨，再加上從投資組合提取資金用於支出，則可能導致“時序風險”。

圖8

### 大多數股市在下跌後四年內回升

美國股市修正期間下跌與回升所花的時間（年）



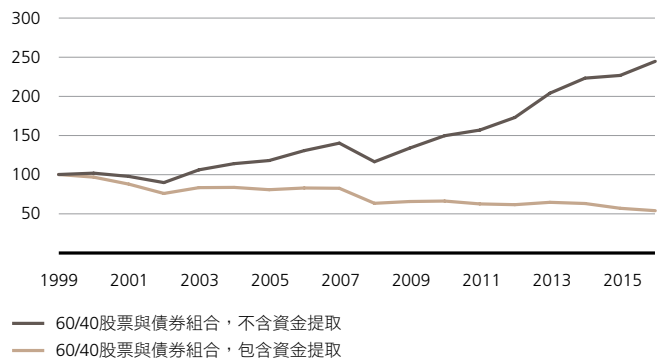
資料來源：晨星（Morningstar）、瑞銀，截至2016年12月31日

比如，過去90年中，美國股市經歷了五次歷時多年的下跌行情。這幾次熊市分別開始於1928年、1939年、1972年、1999年和2007年。毋庸置疑，始於1928年的大蕭條時期的股市下挫是最嚴重的。以一個由30%美國公債和70%美國股票組成的成長型投資組合為例，該投資組合的價值在大蕭條時期腰斬，並需要7年時間才完全恢復。始於1939年、1972年、1999年和2007年的下跌幅度較小，但仍導致投資組合的價值縮水20-30%，並需要3到4年才能完全恢復（圖8）。

圖9

### 退休人士在1999年遭遇“時序風險”

假想投資組合，1999-2016年



資料來源：晨星、瑞銀，截至2016年12月31日

最近一次“時序風險”源於2000年的科技股崩盤。假設投資組合的股債比例為60%/40%且經通膨調整後的最初分配為5%，1999年退休人士的投資組合價值已經降至初始價值的一半，而且他並沒有削減支出，那麼他現在每年提取的資金占投資組合的比重為13%（圖9）。

“流動性.長久性.傳承”策略使得投資者能夠在低迷時期從流動性策略中提取資金用於支出，以避免“時序風險”。這使得長久性策略下的風險資產有時間復甦，投資者可等到價格回升後再賣出以滿足支出需求。我們基於過去80年的數據進行的分析顯示，“流動性.長久性.傳承”策略能夠在每個熊市週期中平均每年帶來0.25%的額外收益（阿爾法）。

\* 時間框架可能會有不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

### 3 關注稅務效益至關重要

---

從投資組合管理的角度來看，稅務是最重要的考量因素之一。雖然稅前回報較高，但在繳稅後可能會降低很多，幾乎所有投資者都必須考慮其適用稅法的具體細微差別，以實現稅後回報最大化。

基於各類資產的最終用途，“流動性、長久性、傳承”策略能夠結合稅務考量來管理投資組合。尤其是，如果資產的最終稅務處理情況有所不同，那麼長久性和傳承策略下的資產可能會以不同的方式進行投資。

舉例而言，按照現行的美國稅法，受益人在繼承傳承策略下的資產時，課稅基數要“遞增”。“遞增”是指受益人繼承資產的課稅基數以取得資產時的公平市價為準，而不是資產的初始購買價格。內含的納稅義務實際上在資產遺贈時消失。因此，在轉讓時獲得的這種“稅務額外收益”（tax alpha）對於美國投資者而言非常重要。這使他們在傳承策略下逐漸積累資本利得，而且無需依賴過度積極的管理方式就能實現這些收益。

不同國家和城市所需的稅務技巧存在差異，但所有投資者在構建和管理投資組合時都應關注稅後回報。此外，還應考慮到退休金、資本利得收入、保險金以及各類帳戶和結構的稅務處理。“流動性、長久性、傳承”策略有助於降低複雜性，使投資者能夠基於資產目標來改進稅務處理方式。

\* 時間框架可能會有所不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

## 4 運用行為金融學有助於提升投資表現

正如上世紀最著名的投資者之一本傑明•格雷厄姆 (Benjamin Graham) 所說, “投資者的主要問題, 甚至是最大的敵人, 很可能就是自己。” 投資者容易頻繁交易、過度逐利甚至驚慌失措, 並往往高買低賣, 這導致投資表現欠佳。

例如, 在《交易有損你的財富》(Trading is Hazardous to your Wealth)<sup>6</sup>一書中, 布拉德•巴伯 (Brad Barber) 和特倫斯•歐迪恩 (Terrance Odean) 發現, 平均而言, 每年股票投資組合換手率高達75%的家庭的投資表現跑輸幅度為1.5%。我們對共同基金投資者買賣行為的分析也表明, 2007年4月至2016年3月期間, 核心股票基金投資者的年度回報比基金本身的回報平均低0.9%。需要明確的是, 0.9%的跑輸幅度完全歸因於擇時錯誤 (即誤判買入和賣出的時點), 而不是基金本身的績效不佳。儘管一些研究人員認為行為差距要大得多, 但我們在分析中對擇時和資金流動規模採用了較為保守的方法。

制定有紀律的嚴謹投資方式 (比如再平衡), 能夠有效降低做出代價高昂的情緒化投資行為。儘管賣出表現最佳的資產類別並買入表現較差的資產類別可能與直覺相悖, 但我們的分析顯示, 在“流動性.長久性.傳承”框架內採取紀律嚴明的再平衡方式能夠每年帶來0.8%的額外收益 (阿爾法)。

“流動性.長久性.傳承”框架並非解決我們自身情緒偏見的萬靈丹, 但在市場受壓之際, 它確實為投資者的決策流程提供了堅實可靠的框架。通過將重要的投資決策與家庭的具體財務目標相結合, 該框架能夠在艱難的市況下為投資者指引方向。

\* 時間框架可能會有不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

# 管理“流動性.長久性.傳承”策略

本章節深入探討了如何配置和管理“流動性.長久性.傳承”策略。能否正確管理這些策略，對實現目標以及資產淨值將會產生迥然不同的結果。

## 自身、家庭及惠澤他人

投資者的目標幾乎是構成所有投資和遺產規劃決策的基礎。制定和更新目標需要經過深思熟慮，並自問：自己所期望的生活方式是什麼，以及希望如何改善他人的生活。有些目標比較容易評估，比如裝修和出售房產、支付大學學費或者公益慈善捐款。有些目標則較不明確，比如確保您未來不會因健康情況為子女帶來負擔。

無論目標是否具體，釐定財務與理財目標就像在地圖上標記點位，清楚的標記是規劃未來路徑的必要步驟。“流動性.長久性.傳承”策略使用這些標記，在投資者的一生中有效配置資產和資源，以減少投資中“運氣”的成份，幫助投資者做出更明智的決策。

# 1 流動性策略

流動性策略包含滿足未來2到5年支出需求的資產和資源。

目的	提供用於滿足未來2到5年支出需求的資產和資源
規模	支出目標的淨現值
貼現率	相當於本幣現金或短期固定收益利率
資產和資源	現金、現金等價物、優質固定收益、薪水/薪資收入、退休金收入和年金收入

流動性策略包含能夠滿足家庭近期計畫支出目標的資產，是外部收入的替代來源。如果投資者從勞動力市場獲得的收入足夠滿足日常支出需求，則無需在流動性策略下持有投資資產—除了應急資金。在退休前家庭一般不會大規模動用到流動性策略。至退休時，則應調整流動性策略下的投資規模，使投資收入能夠覆蓋超過退休金、年金和類似收入來源的支出需求。

流動性策略的適當規模將取決於長久性策略下承擔的風險。正如在資產分類有助安渡熊市（第12頁）中所討論的，我們希望流動性策略的規模足以降低熊市時期的“時序風險”（sequence risk）。一般而言，如果投資者在長久性策略下持有收入型或收益型投資組合，則應考慮將流動性策略的目標設定為滿足未來兩年的支出需求；如果在長久性策略下持有均衡型投資組合，則應考慮將流動性策略的目標設定為滿足未來三年的支出需求；如果在長久性策略下持有成長型投資組合，則應考慮將流動性策略的目標設定為滿足未來四年的支出需求。

\* 時間框架可能會有不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。



在低利率環境中，流動性策略投入的資金應接近於短期支出所需的金額。儘管流動性策略的回報相對較低，但仍然能夠發揮極為重要的作用，在為家庭提供穩定收入來源的同時，也能讓投資者放心地在其他投資組合中承擔較多風險。長久性策略負責實現增長。將流動性策略和長久性策略的目標混為一談會導致次優配置，所以我們建議避免在流動性投資組合中納入高風險、高回報的投資。

我們建構流動性策略下投資組合的首選方式是持有一年期現金加上三年期階梯型債券組合 (bond ladder)，隨著債券陸續到期，支出需求也能相應得到滿足 (圖10)。

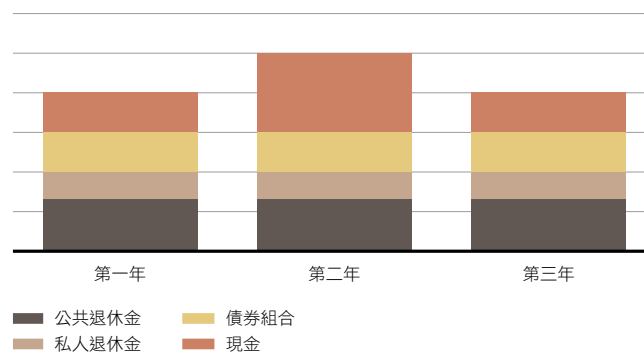
在適用的情況下，目標到期債券 (defined-maturity bond) 共同基金和交易所交易基金 (ETF) 為不想管理債券組合的投資者提供了另一選擇。<sup>7</sup>這些基金被明確設計為具有目標到期日，因此投資者能夠透過購買有限數量的基金來建立一個多元化階梯型債券組合。舉例而言，投資者可以購買目標到期日為2018年、2019年和2020年的基金，以覆蓋2018–2020年的支出需求。

目標到期債券基金具有簡單明確的優點，但亦有明顯的缺點。例如，與定製的階梯型債券組合相比，債券基金的持有人在投資組合特徵選擇以及現金流時間點上的靈活度

圖10

### 流動性資產應該與支出計畫相匹配

假設三年內支出，按收入來源



資料來源：瑞銀

較低。但是，另一方面，在沒有龐大的資產池的情況下，僅靠購買單隻債券可能很難實現充分多元化，而債券基金則能有效地實現多元化目標。因此，投資者在做出決定前應加以權衡。

階梯型債券組合並非流動性策略的唯一方式。最重要的標準是選擇具有較高流動性且價格高度穩定的資產。雖然投資者可能會有透過高風險投資來“提升收益率”的衝動，但流動性策略的目的是將收入和安全資產與支出需求相匹配—投資者應該在管理該策略時牢記這一目的。

\* 時間框架可能會有不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

## 2 長久性策略

流動性策略包含滿足終生財務目標所需的資產和資源。

目的	提供用於滿足終生支出需求的資產和資源（對於超出流動性策略的年限）
規模	估計終身支出的淨現值，或透過模擬法計算高概率成功所需的價值
貼現率	相當於長期利率
方法	多元資產類別投資組合。資產包括退休金、殘障失能計畫和長期護理保險

長久性策略下的投資組合包含滿足家庭計畫用於終生生活費用所需的資產。該投資組合的規模基於預期支出，也就是說一個每年支出為50,000美元的家庭的長久性策略規模要小於一個年支出為500,000美元的家庭；一名80歲人士的長久性策略規模也往往小於一名剛退休的60歲人士。

由於長久性策略的目標是長期增長，所以通常適用於適度積極的配置。不過，一些投資者會選擇在長久性策略下持有相對高風險或低風險的投資組合，這些選擇各有利弊。較保守的長久性策略在實質上意味著家庭需要對終身支出需求配置更多資產，而進取型投資組合遭遇持續下跌的可能性更大。我們的分析發現，均衡型投資組合加上適當規模的流動性策略，可以緩和諸多風險。

投資者在退休前可能將幾乎全部資產配置在長久性策略。在臨近退休和退休初期，流動性策略和長久性策略的結合通常會讓總體配置充分多元化，進而有助於降低“時序風險”。由於避免“時序風險”十分重要，長久性策略也可考慮旨在降低下行幅度的投資策略和產品。

\* 時間框架可能會有不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

從資產配置的角度來看，現金或短久期固定收益產品一般無助於實現長久性策略的目標。就像長久性期（存續期）債券會給短期投資者帶來較高風險一樣，現金和短久期債券會使長期投資者面臨較高風險。儘管長久性期債券在短期內的價格波動較大，但長久性期通膨掛鉤債券在未來某個時間點提供的購買力具有高度確定性，而長期持有現金卻做不到這一點。

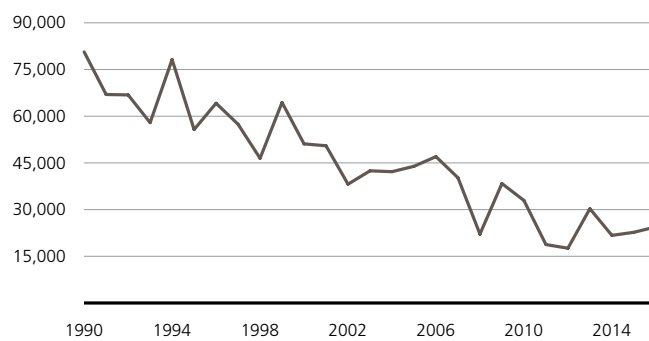
舉例來說，投資者在2006年以100萬美元現金購買美國公債，可帶來約47,000美元的年收入，但是，在現今低利率的環境下，以100萬美元現金投資美國公債，年收入只有23,000美元（圖11）。對於需要在2017年獲得50,000美元收入的投資者來說，持有現金並等待購買債券是一個風險很高的策略。

同樣重要的一點是，長久性策略也包括非交易型資產，如：人力資本、公共和私人退休金、長期護理計畫、殘障失能計畫、住宅房地產以及將為家庭終生福祉提供支持的任何其他資產。

圖11

### 百萬美元的收益潛力大幅下降

用100萬美元購買10年期美債的年收入，單位：美元



資料來源：彭博、瑞銀，截至2016年12月31日

\* 時間框架可能會有不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

## 3 傳承策略

傳承策略代表家庭的額外資產。

目的	遺贈、公益慈善以及其他遺產或財產規劃目的
規模	滿足家庭終生財務目標以外的額外資產
貼現率	不適用
方法	經調整的捐贈基金投資模式、具有非流動性溢價的價值取向

傳承策略代表家庭的額外資產。一旦流動性策略和長久性策略中的資金足夠，此時可將額外資產配置於傳承策略。這種分類的背後有著重要的原因，其中很多原因都與行為和投資有關。

尤其重要的是，傳承策略就財富的未來用途提供了清晰度。讓投資者在檢視家庭資產負債表時，能夠高度確信流動性策略和長久性策略包含了足以滿足家庭餘生需求的資產。這種視角十分重要，這讓投資者在考慮傳承策略中的風險時，能夠有不同的想法。投資者可以耐心專注於能夠提供優異的長期稅後表現的策略，而不是短期的市場波動—對於目標在未來數年或數十年實現增長的投資組合來說，這種波動是無關緊要的。

傳承策略的最關鍵特徵之一是可實現有效的代際轉移。傳承策略應當如何配置？在這方面，我們可以效仿成功的大學捐贈基金投資模式，但必須基於稅務影響來調整策略。<sup>8</sup>一般來說，大學捐贈基金持有進取型投資組合，大量配置於非流動資產（如對沖基金/避險基金、私募股權和私人房地產）。許多捐贈基金在管理公共股權投資組合方面也相當積極。

\* 時間框架可能會有不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

當然，應納稅的投資者必須對傳統捐贈基金策略加以調整，以優化稅後回報。稅法因國家和地區而異，但簡而言之，稅後回報有可能比稅前回報低得多（圖12為美國示例）。

除了選擇適當的資產配置以反映其傳承目標外，許多家庭還會發現他們的傳承策略由多種結構組成（例如，在美國，這可能包括捐贈人建議基金、信託、私人基金會，私營企業等），而這些結構擁有特定目標並需要不同的投資策略。

圖12

### 高回報在稅後可能降低許多

15年總回報和稅負成本比率（%）

資產類別	年化總回報	稅負成本比率	稅後回報
高收益市政債券	4.39	0.00	4.38
全美市政中期	3.68	0.04	3.56
美國大型股混合	8.42	0.82	6.70
房地產	9.99	1.66	7.69
公司債券	5.47	1.67	3.52
新興市場債券	9.57	2.45	6.56
高收益債券	7.83	2.55	4.97

\*晨星在月度基礎上自行計算稅負成本比率（tax cost ratio），使用不同時期經附加費用調整和稅負調整後的回報。“稅負成本比率”衡量投資者為分配所支付的稅負導致基金年化回報降低的幅度。

資料來源：晨星投資實驗室（Morningstar Direct）、瑞銀，截至2017年8月10日

\* 時間框架可能會有不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

# 結論

根據我們的分析和觀察，我們認為“流動性、長久性、傳承”策略是高效管理家庭財富的利器。我們在本報告中，從技術面和行為理論方面闡述了該策略行之有效的原因，而我們的實踐經驗還提供了額外的實證依據。

在過去四年中，我們為數百個家庭提供了“流動性、長久性、傳承”策略建議和相關培訓，成績斐然。通過應用這一框架，許多投資者意識到，過去並無明確定義的傳承策略值得為之投入大量精力。還有一些投資者調整了資產配置，以便使投資與自己的目標更好地匹配。

總之，我們的目標顯而易見：說明家庭瞭解如何最好地配置資產以實現目標。這是一種目標驅動型財富管理方式。您應該怎麼做來維持當前的生活方式？您應該怎麼做來提升自己的生活方式？您應該怎麼做來改善他人的生活？“流動性、長久性、傳承”策略對這些問題進行了解答。

# 參考文獻和相關信息

Babylonian Talmud: Tractate Baba Mezi'a, folio 42a。

Baredes, Matthew和Michael Crook。“Frequently Asked Questions about Liability Driven Investing。”Investment Strategy Insights, 瑞銀, 2014年。

Blanchett, David和P. Kaplan。“Alpha, Beta, and Now... Gamma。”The Journal of Retirement, 第1卷, 第2期(2013年), 第29–45頁。

Blanchett, David和Philip Straehl。“No Portfolio is an Island。”Financial Analysts Journal, 第71卷, 第3期 (2015年5月/6月), 第15–33頁。

Chhabra, Ashvin B. “Beyond Markowitz: A Comprehensive Wealth Allocation Framework for Individual Investors。”The Journal of Wealth Management, 第7卷, 第4期 (2005年), 第8–34頁。可訪問SSRN: <http://ssrn.com/abstract=925138>。

DeMiguel, V.、L. Garlappi和R. Uppal。“Optimal versus naïve diversification: how inefficient is the 1/N portfolio strategy?” Review of Financial Studies, 第22卷, 第5期 (2008年), 第1915–1953頁。

Dichev, Ilia。“What are stock investors' actual historical returns? Evidence from dollar-weighted returns。”American Economic Review, 第97卷, 第1期(2007年), 第386–401頁。

Graham, Benjamin和David Dodd。*The Intelligent Investor*。紐約, NY: Harper & Brothers, 1949年。

Huggert, Mark和Greg Kaplan。“How large is the stock component of human capital?” NBER Working Paper 第21238期, 2015年。

Ibbotson, R.、M.A. Milevsky、P. Chen和K. Zhu。“Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation and Insurance。”CFA協會研究基金會, 2007年。

Leibowitz, Martin L. “Pension Asset Allocation Through Surplus Management。”Financial Analysts Journal, 第43卷, 第2期 (1987年3月/4月), 第29–40頁。

Leibowitz, Martin L.和Roy D. Henriksson。“Portfolio Optimization Within a Surplus Framework。”Financial Analysts Journal, 第44卷, 第2期 (1988年3月/4月), 第43–51頁。

Markowitz, H. M. “Portfolio selection,” The Journal of Finance, 第7卷, 第1期(1952年), 第77–91頁。

Milevsky, Moshe. Are You a Stock or a Bond? Identify Your Own Human Capital for a Secure Financial Future, 2nd ed. Upper Saddle River, NJ: FT Press, 2013年。

Pfau, Wade D.和Michael E. Kitces。“Reducing Retirement Risk with a Rising Equity Glide Path。”Journal of Financial Planning, 第27卷, 第1期(2014年), 第38–45頁。

Sharpe, William F.和Lawrence G. Tint。“Liabilities: A New Approach。”Journal of Portfolio Management, 第16卷, 第2期 (1990年), 第5–10頁。

Sharpe, William F. “Budgeting and Monitoring Pension Fund Risk。”Financial Analysts Journal, 第58卷, 第5期(2002年9月/10月), 第74–86頁。

Thaler, Richard。“Mental Accounting Matters。”Journal of Behavioral Decision Making, 第12卷, 第3期(1999年), 第183–206頁。

Tversky, Amos和Daniel Kahneman。“Loss aversion in riskless choice: a reference-dependent model。”The Quarterly Journal of Economics, 第106卷, 第4期(1991年), 第1039–1061頁。

Waring, M. Barton。“Liability-Relative Investing: Be Dual-Duration Matched and on the Surplus Efficient Frontier。”Journal of Portfolio Management, 第30卷, 第4期 (2004年), 第8–20頁。

Waring, M. Barton。“Liability-Relative Investing II。”Journal of Portfolio Management, 第31卷, 第1期 (2004年), 第40–53頁。

## 章節附註

- 1 Your Wealth & Life: Goals-Based Wealth Management, 2015年第一季。
- 2 Crook, Michael. “Total Wealth Allocation: Liquidity, Longevity, and Legacy,” *The Journal of Wealth Management*, 2015年冬, 第18卷, 第3期: 第18–26頁 DOI: 10.3905/jwm.2015.18.3.018
- 3 DeMiguel V.、L. Garlappi和R. Uppal (2008年) “Optimal versus naïve diversification: how inefficient is the 1/N portfolio strategy?” *Review of Financial Studies*, 1915–1953年。
- 4 Leibowitz(1987年)、Leibowitz, Martin L. 和Henriksson(1988年)、Sharpe和Tint(1990年)是重要的基礎文章。Waring (2004a)和Waring (2004b)對養老基金的負債相對配置政策進行了充分全面的研究。
- 5 Ibbotson等(2007年)、Milevsky(2012年)、Blanchett和Straehl(2015年)、Huggett和Kaplan(2015年)為量化人力資本的規模和特點提供了良好的基礎。
- 6 Barber, Brad M.和Terrance Odean, 2000年, “Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors,” *Journal of Finance* 55, 第773–806頁。
- 7 瞭解更多資訊, 請參見Perlman, David. “Exchange-traded funds: Target maturity ETFs,” 瑞銀全球財富管理, 2015年2月13日。
- 8 Geddes, Patrick和Goldberg, Lisa R.和Bianchi, Stephen W. “What Would Yale Do If It Were Taxable?” (2014年6月8日) *Financial Analysts Journal*, 第71卷, 第4期, 2015年。可訪問SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2447403>或<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2447403>



## 流動性、長久性、傳承 (Liquidity, Longevity, Legacy) 風險資訊

時間框架可能會有所不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果能夠或將會實現的承諾或保證。

瑞銀資產總監辦公室（“CIO”）的投資觀點由UBS Switzerland AG (受瑞士金融市場監督管理局監管) 或其附屬公司（統稱為“UBS”）的全球財富管理（Global Wealth Management）業務部門編製和出版。  
本投資看法係依據為促進投資搜索獨立性所設計之法律規定編製。

### 通用投資研究——風險資訊：

本出版物僅供個人參考，不作為任何買賣投資或其他特定產品的報價或邀請報價。本報告所包含的分析不構成個人建議，也不考慮任何特定接收人的具體投資目標、投資策略、財務狀況和需要。此等分析基於大量的假設。不同的假設可能導致分析結果出現重大不同。某些服務和產品受法律約束，不能無限制地向全球提供、及/或者不適合對所有投資者銷售。本文件中的所有資訊和意見的來源被認為是可靠且真實的，儘管如此我們對於其準確性、完整性或可靠性，不做任何明示或暗示的聲明或保證（除了UBS的披露資訊）。報告中所提及的所有資訊、觀點以及任何預測、預估和指示的市場價格僅反映截至報告發佈時的情況，未來如有變動，恕不另行通知。因採用的假設和/或標準不同，本報告中的觀點可能與UBS其他業務領域或部門不同或甚至相反。

無論於任何情況下，皆不得將本文件或本文件所載任何資訊（包括任何預測、價值、指數或其他計算金額（「價值」）用於下列任何目的：(i) 評價或會計目的；(ii) 計算應付款項或金額、任何金融工具或金融契約價格或價值；或 (iii) 衡量任何金融工具績效，包括、但不限於，追蹤任何價值之報酬或績效、或定義投資組合資產配置、或計算績效服務費。收取本文件及相關資訊，代表您向 UBS 聲明與保證，您將不會將本文件或相關資訊用於上述任何目的，或以其他方式使用本文件或其任何相關資訊。因採用的假設和/或標準不同，本報告中的觀點可能與UBS其他業務領域或部門不同或甚至相反。UBS及其任何董事或員工都可能有權在任何時候持有相關證券的看多部位或看空部位，作為委託人或代理人進行涉及相關投資工具的交易，或者向/為了發行人、投資工具本身或向/為了此等發行人的任何商業或財務附屬公司提供任何其他服務或有官員擔任其主管。在任何時候，UBS及其員工所做的投資決策（包括是否買入、賣出或持有證券）可能與UBS研究出版物表達的觀點不同或相反。某些投資可能因所處的證券市場流動性差而不能隨時變現，所以對投資進行估價和識別所處的風險可能很難進行量化。UBS 依賴資訊壁壘來控管資訊在UBS 各個地區、部門、集團或關聯公司間的流動。鑒於存在巨大的損失風險，並且可能發生損失超過初始投資的情況，期貨和選擇權交易並不適合所有投資者。過往績效表現不預示未來績效表現。可應要求提供更多資訊。有些投資可能會突然大幅跌價，收回的資金可能低於投資額，或者甚至需要賠付更多。匯率的變動可能對價格、價值或投資收入產生不利後果。負責編製本報告的分析師可能為了收集、綜合和解讀市場資訊而與交易部人員、銷售人員和其他群體接觸。

稅務處理視個人情況而定，且可能會在未來發生改變。UBS不提供法律或稅務建議，也不對資產或資產的投資回報的稅務處理作出任何陳述，無論其是普遍性的還是針對客戶具體情況或需求的。我們必定無法將具體投資物件、金融形勢以及不同客戶的需求都納入考慮範圍，建議您就投資相關產品可能產生的影響（包括稅務方面的影響）進行金融和/或稅務諮詢。若無UBS的事先授權，不得複製或複印本材料。除非以書面另為協議，UBS明確禁止以任何原因將本材料派發或轉交給第三方。UBS不對第三方因使用或派發本材料引起的任何索賠或訴訟承擔任何責任。這份報告僅在適用法律允許的情況下派發。關於CIO管理利益衝突以及保持其投資意見和出版物、研究和評等方法獨立性之方式的相關資訊，請訪問[www.ubs.com/research](http://www.ubs.com/research)。本出版物和其他CIO出版物中所提及的有關作者的更多資訊，以及任何涉及該主題的以往報告副本，可應要求從您的客戶顧問處獲得。

**可持續投資策略的重要資訊：**納入環境、社會和治理（ESG）/可持續投資因子或許會限制投資組合經理參與某些投資機會，雖然平常這些機會符合其投資目標，並且與其他投資策略一致。包含ESG/可持續投資標的的投資組合，其回報率可能低於也可能高於不含這些標的的組合。按照可持續性標準，某些投資被排除在外，因此投資者可能無法利用特定市場機會或趨勢來獲利。企業不必在ESG/可持續投資的所有方面都表現出色，也不保證所有公司在企業責任、可持續性、影響力等方面都能達到預期。

由UBS AG 旗下子公司UBS Financial Services Inc. 或UBS Securities LLC, subsidiaries of UBS AG.向美國人士派發。UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS Securities Japan Co., Ltd, UBS Wealth Management Israel Ltd 及 UBS Menkul Degerler AS為UBS AG的附屬公司。在波多黎各註冊成立的瑞銀金融服務公司(UBS Financial Services Incorporated of Puerto Rico)是UBS Financial Services Inc.的子公司。在向美國人士派發報告時，**UBS Financial Services Inc.對非美國附屬公司編製的報告內容承擔責任。**美國人士在本報告中提及的證券中進行的所有交易應通過隸屬於瑞銀的美國註冊經紀商進行，而非通過非美國附屬公司進行。本報告的內容未經且將不會獲得美國或其它地方的任何證券或投資監管機構的批准。**UBS Financial Services Inc.不是《證券交易法》（“市政顧問規則”）第15B條所指的任何市政實體或義務人士的市政顧問，本報告所載意見或觀點並非旨在且不構成市政顧問規則意義上的建議。**

**外部資產經理 / 外部財務顧問：**若本研究報告或出版物提供給外部資產經理或外部財務顧問，UBS明確禁止外部資產經理或外部財務顧問向其客戶和/或第三方散發和提供。**奧地利：**根據奧地利法律，本出版物不構成公開要約，但可以出於資訊參考目的派發給UBS Europe SE, Niederlassung Österreich（營業地點位於 Wächtergasse 1, A-1010 Wien）的客戶。UBS Europe SE, Niederlassung Österreich 是UBS Europe SE的分支機構，後者是一家依據德國法律，以歐洲股份公司形式組建的信託機構，並由德國聯邦金融服務監管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht）適當授權；本出版物尚未呈報上述機構審批。**中國：**本報告由UBS AG 或其境外子公司或關聯機構（統稱為“瑞銀境外機構”）編製。瑞銀境外機構屬於在中國境外註冊的機構，不具備在中國經營銀行或證券業務的許可，不受監管或監督。本報告的接收者請勿聯繫本報告的分析師或瑞銀境外機構尋求投資意見，因其不能在中國提供證券投資諮詢服務。瑞銀投資銀行（包括研究）有其完全獨立的研究部門，觀點可能有時與瑞銀全球財富管理不同。本報告不得被視為提供與具體證券有關的分析。請勿依賴本報告或其任何內容作出投資決定，UBS對此不承擔責任。**巴林：**UBS 是一家瑞士銀行，未在巴林境內取得巴林中央銀行的許可，不受其監督或監管，亦不在巴林境內從事銀行或投資業務活動。因此，客戶不受當地銀行和投資服務法律法規的保護。**巴西：**由UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, 和/或UBS Consenso Investimentos Ltda派發，其為接受證券市場委員會（Comissão de Valores Mobiliarios, “CVM”）監管的實體。**加拿大：**在加拿大，本出版物由UBS投資管理加拿大公司向UBS資產管理加拿大公司的客戶派發。**捷克共和國：**UBS並非捷克共和國和捷克的持牌銀行，因而不允許在捷克共和國境內提供受監管的銀行或投資服務。如果您不希望再收到任何通訊，請通知瑞銀。**丹麥：**根據丹麥法律，本出版物不構成公開要約，但可以由

UBS Europe SE Denmark Branch, filial af UBS Europe SE 派發，後者的營業地點位於 Sankt Annae Plads 13, 1250 Copenhagen, Denmark，在丹麥商業與公司管理局（Danish Commerce and Companies Agency）註冊，註冊號 38 17 24 33。UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE 是 UBS Europe SE 的分支機構，後者是一家依據德國法律，以歐洲公司形式組建的信貸機構，並由德國聯邦金融服務監管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin）授權。UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE 接受 BaFin、德國中央銀行（Deutsche Bundesbank）以及丹麥金融監管局（DFSA）（Finanstilsynet）的聯合監督，本出版物尚未呈報上述機構審批。UBS Europe SE 由聯邦金融服務監管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht）授權和監管。**法國**：本出版物係由 UBS（法國）股份有限公司所發行提供予客戶或潛在客戶；其具有 132.975.556 歐元之股本，位於 69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670。UBS（法國）股份有限公司依循法國“Code Monétaire et Financier”（貨幣與金融法）授權提供投資服務，由法國銀行業和金融主管機關-Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution 所監管。**德國**：本出版物向 UBS Europe Se 的客戶派發，註冊地址為 Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60323 Frankfurt am Main, 該實體由聯邦金融服務監管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht）監管。**希臘**：UBS Switzerland AG 及其附屬公司（瑞銀）並非希臘立法規定的持牌銀行或金融機構，並不在希臘提供銀行和金融服務。因此，瑞銀只通過希臘境外的分行提供該等服務。本文件不可視為向希臘居民作出或擬作出的公開發售。**香港**：本出版物由 UBS AG 香港分行對其客戶派發，UBS AG 香港分行是受《香港銀行業條例》許可的一家銀行，同時也是《證券及期貨條例》（下）的一個註冊機構。**印度**：由 UBS Securities India Private Ltd. 派發，註冊地址為 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051，電話：+912261556000，印度證券交易委員會（SEBI）註冊號碼：NSE(Capital Market Segment): INB230951431, NSE (F&O Segment) INF230951431, BSE (Capital Market Segment) INB010951437。**印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國**：本材料根據瑞銀從您和/或有權代表您提出請求的人士處收到的請求提供給您。如果您誤收本材料，瑞銀懇請您銷毀/刪除此材料，並立即通知瑞銀。瑞銀根據本材料提供的任何及所有建議和/或瑞銀執行的交易僅在您的具體要求下提供，或在您的具體指示下執行（視情況而定，並可能被瑞銀和您視為如此）。本材料可能未經您所屬司法管轄區的任何金融或監管機構審查、批准、不批准或認可。相關投資將受到本材料中規定的關於轉移的限制和義務的約束，通過接收本材料，您承諾全面遵守此等限制和義務。您應當仔細研究並確保在考慮投資目標、風險偏好及個人情況時，瞭解及行使適當的謹慎及酌情權，以防范投資風險。如有疑問，請尋求獨立的專業意見。**義大利**：本出版物派發給 UBS Europe SE, Succursale Italia (Via del Vecchio Politecnico, 3 - 20121 Milano) 的客戶。該機構為 UBS Europe SE，一家德國銀行的分支機構，由聯邦金融服務監管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin）適當授權，可提供金融服務，並接受 BaFin 和義大利金融市場監管當局“Consob”的共同監管。**澤西島**：UBS AG 澤西島分行受澤西島金融服務委員會監管，可開展銀行、基金以及投資業務。從澤西島境外提供的服務不受澤西島監管制度的管轄。UBS AG 澤西島分行的主要營業地點為：1, IFC Jersey, St Helier, Jersey, JE2 3BX。**盧森堡**：根據盧森堡法律，本出版物不構成公開要約，但可以出於資訊參考目的派發給 UBS Europe SE, 盧森堡分行（營業地點位於 33A, Avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxembourg）的客戶。UBS Europe SE, Luxembourg Branch 是 UBS Europe SE 的分支機構，後者是一家依據德國法律，以歐洲公司形式組建的信貸機構，並由德國聯邦金融服務監管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin）適當授權；UBS Europe SE, 盧森堡分行由 BaFin、德國中央銀行（Deutsche Bundesbank）以及盧森堡監管當局盧森堡金融業監管委員會（Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF）聯合監督，本出版物尚未呈報上述機構審批。**墨西哥**：本信息由 UBS Asesores México, S.A. de C.V. (“UBS Asesores”) 派發，其為 UBS Switzerland AG 的附屬公司，因與某外國銀行有業務關係，依照證券市場法註冊為非獨立投資顧問。UBS Asesores 為一家受監管實體，由墨西哥銀行和證券委員會 (“CNBV”) 監管，CNBV 僅對 UBS Asesores 在提供投資組合管理以及證券投資顧問服務、分析和發佈個人投資建議方面進行監督，因此，對於 UBS Asesores 提供的任何其他服務，CNBV 不具監管能力，也不予以監管。UBS Asesores 在 CNBV 註冊，註冊號碼為 30060。我們向您提供此瑞銀出版物或資料，是因為您已經向 UBS Asesores 聲明您是位於墨西哥的資深合格投資者。撰寫本報告的分析師的薪酬完全由其服務的瑞銀集團任何實體的研究管理層和高級管理層決定。**奈及利亞**：UBS Switzerland AG 及其附屬公司（統稱“瑞銀”）未在奈及利亞獲得奈及利亞央行(CBN)或奈及利亞證券交易委員會(SEC)的頒發的牌照，亦不接受其監督或監管，且不在奈及利亞境內從事銀行或投資業務活動。**葡萄牙**：UBS Switzerland AG 未獲得在葡萄牙從事銀行和金融活動的牌照，UBS Switzerland AG 亦不接受葡萄牙監管機構（葡萄牙央行 “Banco de Portugal” 和葡萄牙證券交易委員會 “Comissão do Mercado de Valores Mobiliários”）的監管。**新加坡**：本材料根據瑞銀從您和/或有權代表您提出請求的人士處收到的請求提供給您。如果您誤收該材料，瑞銀要求您銷毀/刪除此材料，並立即通知瑞銀。如對本報告中的分析有任何疑問，請聯絡 UBS AG 新加坡分公司，該公司是根據新加坡金融管理局《新加坡金融顧問法》(第110章)規定的豁免財務顧問和《新加坡銀行法》(第19章)許可的批發銀行，並就本分析或報告所引致的或與之有關的任何事宜接受新加坡金融管理局的監管。**西班牙**：本出版物由 UBS Europe SE, Sucursal en España (註冊營業地點位於 Calle María de Molina 4, C.P.28006, Madrid) 派發給其客戶。UBS Europe SE, Sucursal en España 是一家由西班牙銀行 (Banco de España) 和聯邦金融服務監管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) 監管的實體。本出版物尚未提交監管當局批准。此外，該實體還被授權提供證券和金融工具方面的投資服務，此業務接受 Commission Nacional del Mercado de Valores (CNMV) 的監管。UBS Europe SE, Sucursal en España 是 UBS Europe SE 的分支機構，後者是一家依照德國法律以歐洲公司形式組建的信貸機構，並由聯邦金融服務監管局 (BaFin) 授權和監管。**瑞典**：根據瑞典法律，本出版物不構成公開要約，但可以由 UBS Europe SE, Sweden Bankfilial 派發，後者的營業地點位於 Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Sweden，在瑞典公司註冊處 (Swedish Companies Registration Office) 註冊，註冊號 516406-1011。UBS Europe SE, Sweden Bankfilial 是 UBS Europe SE 的分支機構，後者是一家依據德國法律，以歐洲公司形式組建的信貸機構，並由德國聯邦金融服務監管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) 適當授權。UBS Europe SE, Sweden Bankfilial 由 BaFin、德國中央銀行 (Deutsche Bundesbank) 以及瑞典金融監管當局 (Finansinspektionen) 聯合監督，本出版物尚未呈報上述機構審批。**臺灣**：本材料是根據臺灣法律規定，由瑞士銀行臺北分行依其與客戶或潛在客戶之約定或要求而提供。阿拉伯聯合大公國：瑞銀在阿拉伯聯合大公國未獲得阿拉伯聯合大公國央行 (Central Bank of UAE) 或阿拉伯聯合大公國證券及大宗商品管理局 (Securities & Commodities Authority) 頒發的牌照。UBS AG 杜拜分行獲得杜拜金融服務管理局 (Dubai Financial Services Authority) 頒發的牌照，作為一家授權公司在杜拜國際金融中心 (DIFC) 運營。**英國**：由 UBS Switzerland AG 核准，由瑞士金融市場監督管理局 (Financial Market Supervisory Authority) 授權和管制。在英國，UBS Switzerland AG 由英國審慎監管局 (Prudential Regulation Authority) 授權，須遵守英國金融市場行為監管局 (Financial Conduct Authority) 的法規及英國審慎監管局的有限法規。關於 UBS AG 受審慎監管局管制的程度的詳情，本行可按要求提供。它是倫敦證券交易所的成員之一。本出版物向英國倫敦的 UBS 零售客戶派發。如果產品或服務由英國以外的國家提供，則其不受英國管理制度或金融服務補償計畫的管制。

在翻譯文本中（報告和免責聲明），中英文本如有歧異，應以英文本為準。

2019年4月版 CIO82652744

© UBS 2019。鑰匙符號，UBS 和瑞銀屬於 UBS 的註冊或未註冊商標。版權所有。

## 出版詳情

### 出版方

UBS Financial Services Inc.  
CIO Americas, Wealth Management  
1285 Avenue of the Americas, 20th Floor  
New York, NY 10019

本報告最初於2017年9月13日出版，並於2018年8月20日更新。

### 主編

Michael Crook

### 主要作者

Michael Crook

### 編輯

Kate Hazelwood

### 其他作者

(以字母順序排序)

Kiran Ganesh

Jeff LeForge

Mike Ryan

Ronald Sutedja

### 項目管理

John Collura

Paul Leeming

Matt Siegel

### 報告設計

Candice Stern

### 排版

Cognizant Group – Basavaraj Gudihal,  
Srinivas Addugula, Pavan Mekala  
and Virender Negi

