

流动性.长久性.传承

目的导向的财富管理方式



目录

03	尊敬的读者
04	“流动性.长久性.传承”简介
06	在风险回报之外
11	“流动性.长久性.传承”策略的优势
15	管理“流动性.长久性.传承”策略
	1 流动性策略
	2 长久性策略
	3 传承策略
22	结论
23	参考文献和相关信息
24	尾注

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

尊敬的读者：



Mark Haefele

了解您的价值观以及您想实现的生活目标，是瑞银与您合作共赢的重要基础。投资是件极为个人化的事情，因此我们总是在一开始先与您讨论什么是您最看重的。

在这份白皮书报告中，瑞银投资总监办公室（CIO）解释了“流动性.长久性.传承”（Liquidity.Longevity.Legacy）策略的基本支柱—如何构建、为何行之有效以及如何在实践中进行管理。

- 1 **流动性**有助于维持您的生活方式
- 2 **长久性**有助于提升您的生活方式。
- 3 **传承**有助于改善他人生活。



Michael Crook,
CAIA, CRPC

这种独特的财富管理方式有助于您清晰了解自己的资金去向以及原因。这一流程为您妥当安排现在、未来以及后代的支出需求，让您安心无忧。

此致，



Mark Haefele
全球首席投资总监
财富管理



Michael Crook, CAIA, CRPC
美洲投资策略主管
瑞银财富管理投资总监办公室

* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

“流动性.长久性.传承”简介

每个家庭的财务计划各不相同,但多数投资策略的构建方式大同小异。本报告所讨论的策略并不以“风险承受度”作为主要指导因素,而是以您的财务目标作为基石。“流动性.长久性.传承”(Liquidity. Longevity. Legacy.) 理财方式¹将您的家庭财富配置于以下三种策略:²

1 流动性 (Liquidity)

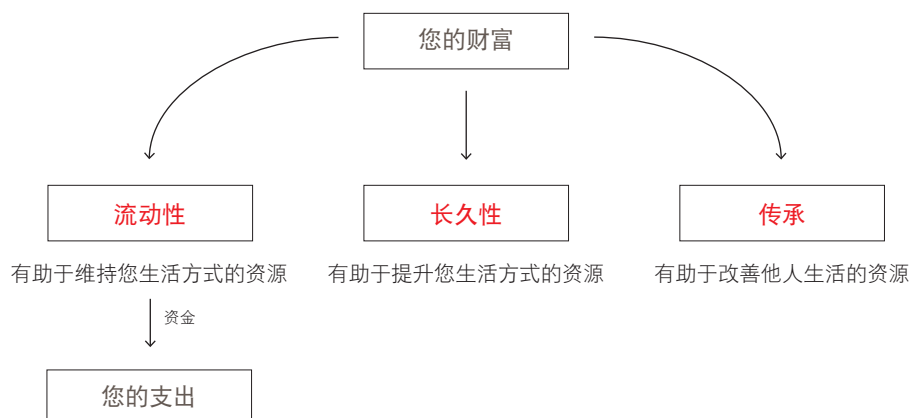
流动性策略旨在构建与支出相匹配的资产配置,以自动(或接近自动)提供未来二至五年稳定的现金流。比如,退休人士的流动性资产可能包括养老金、现金和三年期阶梯型债券组合(bond ladder),总额与该退休人士的预计支出相符。重要的是,我们建议所持现金不宜超出一年所需的支出金额,除非在极为特殊的情况下。

2 长久性 (Longevity)

长久性策略的目标和规模旨在涵盖家庭成员余生所需的所有资产和资源,明确反映出实现未来支出目标所需的财富。适当管理也必不可少——不仅要构建充分多元化的投资组合,还要密切关注通胀并管理下行风险。长久性策略下的资产包括退休资产、投资组合、长期护理计划、主要房产和类似资产。随着时间推移,这些资产可用于补足流动性策略。

3 传承 (Legacy)

传承策略意在自身及家庭财富之外惠泽他人——现在和未来。该策略涵盖满足家庭成员终生财务目标以外的额外资产,通常也是遗产规划的重点。由于该策略的投资期限往往长达数十年,其投资组合一般采用较为激进的投资方式,投资标的也可能包括慈善基金、房地产和收藏品。

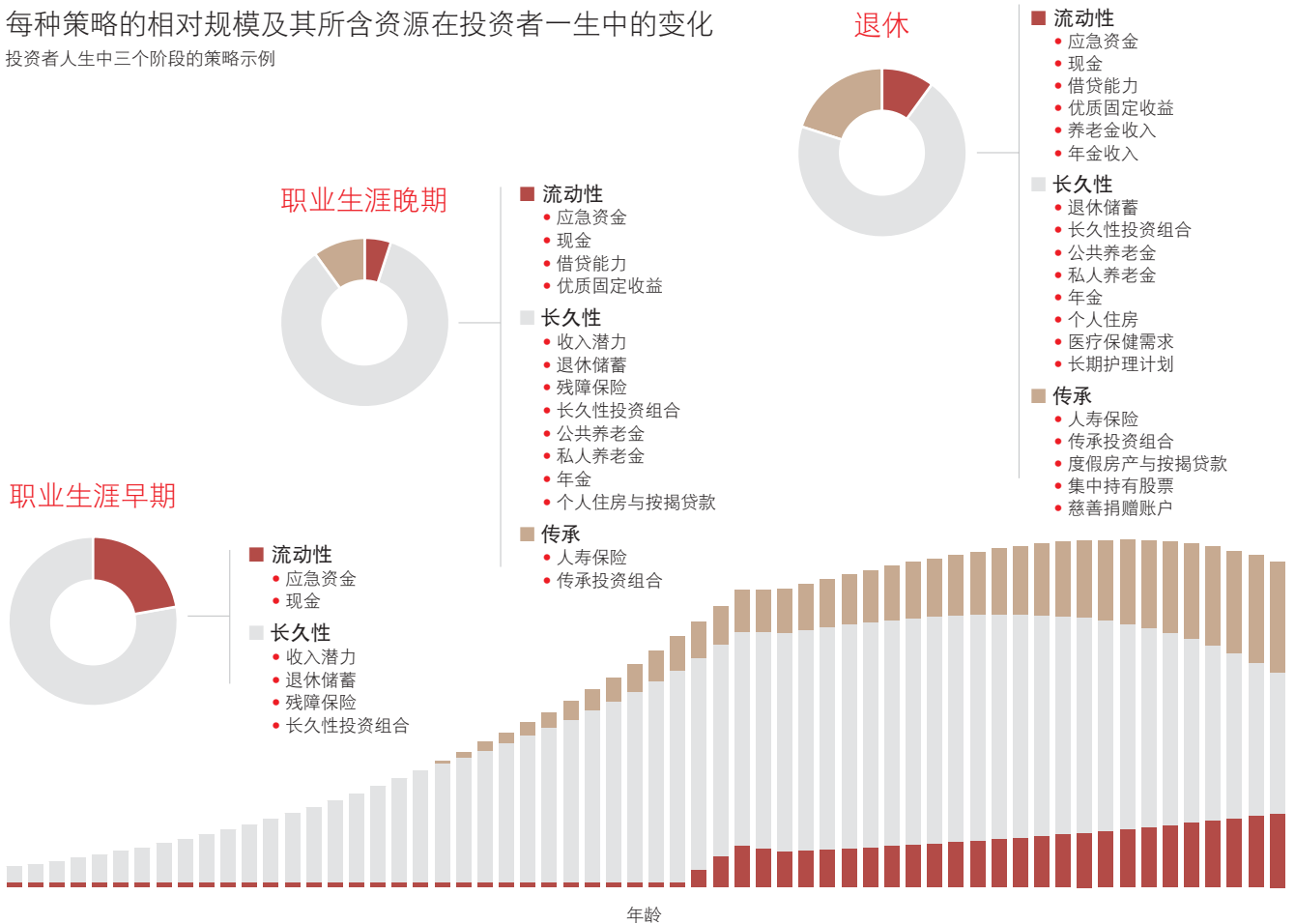


* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

图1

每种策略的相对规模及其所含资源在投资者一生中的变化

投资者一生中三个阶段的策略示例



本质上来看,“流动性.长久性.传承”策略为希望更好地配置资产和管理负债以实现特定目标的家庭提供了蓝图。该策略为所有的财务决策提供指引,帮助家庭实现各项具体的财务目标。

在“流动性.长久性.传承”框架下,每种策略的相对规模在投资者的一生中会发生变化。在退休前,投资者不会在流动性策略中配置太多金融资产,因为此时的收入通常能够覆盖所有支出。长久性策略中的储蓄和成长型投资则逐渐增加,而传承策略可能仍然是空白。这意味着

投资者的几乎所有资产都投资于长久性策略。

在临近退休时,长久性策略中的资金足以维持投资者的余生所需,此时可将部分资产配置于传承策略。不过,部分资产也可以开始转移至流动性策略中,以供未来几年支出之用,这有助于降低整体策略的风险。

最后,投资者在退休期间会逐渐花掉长久性策略下的资产。与此同时,传承策略下的资产不受妨碍,还可继续升值。事实上,如果投资者相

对于支出而言在传承策略中配置了大量资产,那么在退休期间,随着传承策略下的资产在整体资产中的占比越来越大,平均风险会上升。尽管这听起来与传统观点相悖,但如果使用“流动性.长久性.传承”框架对资产进行分类,这就变得很直观。**图1**显示了投资者在长期内的资产配置变化。

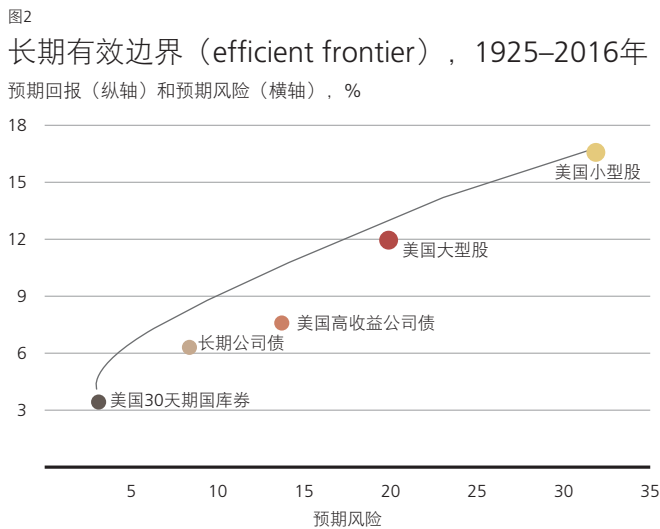
* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

在风险回报之外

1952年，美国经济学家哈里·马科维茨（Harry Markowitz）在《金融学杂志》（The Journal of Finance）发表论文《投资组合的选择》（Portfolio Selection）。他在文中提出的概念为现代投资组合理论（MPT）奠定了基础。如今，投资者已充分理解了现代投资组合理论的前提，即投资组合优化取决于投资组合平均回报和方差（即风险）。现代投资组合理论的主要洞见是，通过估算投资组合中投资的风险与回报特征以及资产之间的相关性，投资者可以在给定风险水平下实现回报最大化，或者在目标回报水平下实现风险最小化（即均值-方差优化）。

除了提供用于配置投资组合的首个量化框架外，现代投资组合理论还提出两个重要见解。第一，投资决定应该在通盘考虑投资组合中所有其他资产的基础上做出，这是许多投资者在投资选择时忽略的一点。第二是已被广泛接受的见解，即投资者可以通过多元化持仓来降低整体风险。

当然，投资者在很早之前就认识到应该进行多元化配置。早在公元4世纪，犹太教士 Rabbi Isaac Bar Aha就提出，人们应该拥有“三分之一的土地、三分之一的商品、三分之一的现金”（《巴比伦塔木德》（Babylonian Talmud））。这一基本见解提出1,600年后，马科维茨为之增加了量化支持和精确度。



资料来源：Morningstar Direct、瑞银，截至2016年12月31日

现代投资组合理论更是使之付诸实践——至少从长期和后见之明的角度看是如此。图2显示1926至2016年期间五大资产类别的风险与回报状况。图中的线代表这一时期内的有效边界（efficient frontier），即一组有效的投资组合，可以在给定风险水平下实现回报最大化。由于有效边界位于所有单个资产类别上方（极端情况除外），因此在资产间进行多元化配置有助于提升投资组合的效率。

我们采用美国资产类别作为示例，这是因为美国数据历史明显比其他大多数金融市场更长。不过，只要期限足够长，几乎所有资产类别都呈现类似的模式。

* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

图3

“流动性.长久性.传承”策略包含负债驱动型投资、捐赠基金投资模式、行为金融学和整体资产负债表法。

“流动性.长久性.传承”策略的理论支柱

	流动性	长久性	传承
目的	为短期支出提供流动性	提供资产增长和适当风险对冲, 以实现终生财务目标	传承策略下的资产增长
投资方法	资产与负债匹配	负债驱动型投资的总财富	应纳税的捐赠基金
规模	未来三年的现金流	基于目标、年龄	盈余
风险评估	成功概率, 融资比率, 盈余可能性		长期经风险调整后回报
知识框架	墨顿 (Merton)、萨缪尔森 (Samuelson)、卡纳曼 (Kahneman)、塞勒 (Thaler)、韦林 (Waring)、夏普 (Sharpe) 2.0		马科维茨、夏普 1.0、史文森 (Swensen)

资料来源: 瑞银

然而, 展示一个假设的回顾性有效边界与提前预测未来的有效边界有很大区别。³构建一个有效的投资组合与为一个特定家庭在特定时期挑选恰当的投资组合之间的差异就更大。事实证明, 仅将注意力局限于“优化投资组合”, 并不会为投资者带来收益最大化的结果。

“流动性.长久性.传承”策略摒弃了“日常波动能恰当反映投资风险”的理念, 而是采用了基于马科维茨洞见的四个进阶概念: 负债驱动型投资 (Liability-driven investing, LDI)、捐赠基金投资模式、行为金融学和整体资产负债表法 (holistic balance sheet approach)。我们认为, 与传统的马科维茨方法相比, 上述每个概念都会给投资者带来更多益处 (图3)。

负债驱动型投资

负债驱动型投资的基本前提是摆脱以资产为中心的方法, 而以特定资金池为将来的支出或负债提供资金支持。⁴负债驱动型方法并不把日常波动作为主要的风险衡量指标, 而是建立一个优化投资组合, 以满足投资者支付未来负债的需要。在这里风险被重新定义为无法偿还负债。

养老基金是负债驱动型投资方法的主要使用者, 我们发现这种策略对此类机构投资者都非常有效。判断一个养老金计划的投资方案成功与否的标准在于, 偿还负债的概率是否提高以及是否达到既定目标。

理论上来说, 可以在构建模型时将未来负债视为投资组合的限制性空头头寸, 来实现上述目标。例如, 将退休支出建模为对通胀保值债券 (TIPS) 的空头头寸。大多数家庭都有明确的未来目标, 并对投资资产寄予厚望。大学学费、购房、退休支出、度假和遗赠等都有相当具体的金额和支出时间, 因此可以进行特定投资来尽可能降低实现这些目标的不确定性。

从技术角度来看, 在上述情况下, 真正重要的是投资策略将产生盈余还是赤字 (资产减去负债), 而不是投资组合中资产的绝对水平或方差。因此, 目标函数应该从相对于投资组合波动实现资产最大化, 转变为基于盈余波动考量实现盈余最大化的策略。

* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

无论个人的风险承受度如何, 在一个稳健型投资组合中配置一笔用于孙辈上大学的资金, 如果6个月后就需缴纳大学学费, 那么这笔投资就没有什么意义, 但如果七年之后才会用到这笔学费, 这么做就完全合乎情理。正如许多投资者在2008年的遭遇一样, 将用于未来两年生活费用的资金投入一个进取型投资组合或流动性很差的资产, 也是不理性的做法。

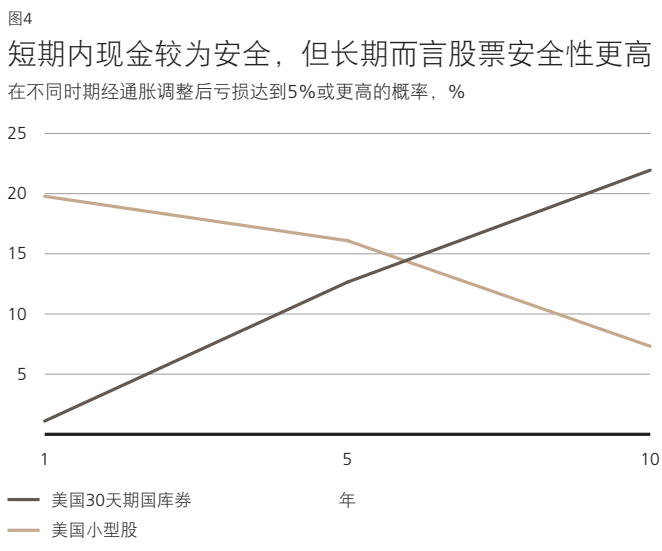
任何资产或投资组合发生亏损的概率都取决于时间期限, 也就是说投资组合是否适当, 期限有着重要影响(图4)。在发达经济体中, 短期内(比如1年)持有现金的亏损概率接近于零。但股票则不同。过去90年来, 股票持有人在持有一年的情况下, 有五分之一的概率发生亏损(有时亏损金额还相当巨大)。对于短期投资者来说, 现金通常比股票更安全。

相反, 如果持有期超过10年, 结论就不同了。我们再次以美国数据为例, 在近100年时间里美国股市经历了多种不同环境, 股票投资者在持有至少10年的情况下, 只有10%的时间发生亏损(扣除通胀因素)。在十年或以上的持有期内, 现金价值实际上下降22%。在20年持有期内, 美国股票投资者经通胀调整后的回报始终为正值。美国股票的20年最差回报率与现金的20年最佳回报率接近。由此可见, 投资期限极其重要, 负债驱动型投资法本质上是考虑到所有这些因素的直观动态决策。

当然, 个人和家庭与养老基金不能相提并论。许多个人投资者为将来的生活支出分配了过多资金, 而无需对其全部资产采用负债驱动型方法。资产分类是一种可行的解决方案。在该策略框架中, 流动性和长久性策略共同构成负债驱动型投资策略, 家庭额外资产则单独配置到传承策略中。

捐赠基金投资模型

捐赠基金投资模型是由耶鲁大学捐赠基金等推广的投资流程, 其中将价值取向、低流动性和灵活机动作为取得长期优异回报的驱动力。传承策略将此模型作为实现优异的长期税后绩效的一种手段。我们在第18页对传承策略的投资组合管理进行了更深入的探讨。



* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

行为金融学

在金融和经济学中，假设个人和投资者的行为是理性的，就像数学家和经济学家所采用的模型假设一样。但现实情况可能截然不同。关于市场未来表现的信息和预期会引发强烈的情绪反应（图5）。对收益的兴奋之情以及对损失的恐惧，可能极大地影响投资者在短期内有效配置资产，而这常常会导致长期目标受损。

例如，对市场下跌的担忧可能导致投资者在该投资时却由于风险偏好下降而停步不前。另一方面，赔本卖出证券引发的焦虑、承认投资误判带来的悔恨等，导致投资者困守亏损头寸，而不是卖出并再投资于更好的标的。当投资者意识到需要采取行动时，恐慌感也会随之而来，但他们往往不是选择在低位买进，反而会卖出。

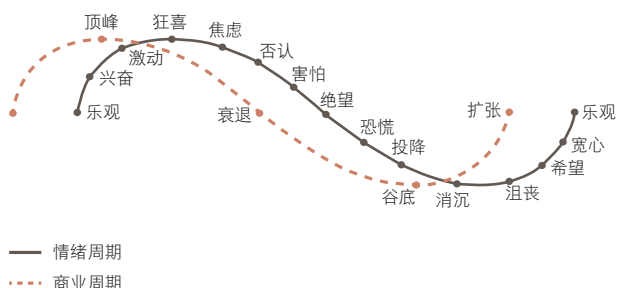
与此类似，市场持续上涨之际，一些投资者小有收获就兴奋不已，过早卖出，这称为处置效应（Disposition Effect，指投资人在处置股票时，倾向于卖出赚钱的股票而继续持有赔钱的股票）。对另一些投资者来说，贪婪和过度自信占了上风，他们不愿意卖出表现优异的资产，而是选择持续提高投资组合的风险水平。比如，投资者在1999年12月加仓科技股，在2007年10月加仓金融股并在2009年3月卖出。情绪凌驾于逻辑和事实之上，导致投资表现落后。

风险偏好可能会随时间推移而变化，而该策略能帮助您避免做出代价高昂的情绪化投资行为，尤其是在最艰难的市况下，因其有专项资产用以满足短期支出需求，因此不会受到市场风暴的影响，让投资者感到安心。流动性策略的规模可以满足未来2到5年的支出需求，并投资于在熊市期间表现较稳定的金融资产。这使得投资者在明知未来多年

图5

投资者情绪往往导致事与愿违

投资者情绪周期示例



资料来源：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.

不会用到长久性和传承策略（为长期增长而投资）的情况下，能够保持定力。在市场下跌并会引发糟糕投资决策的市况下，这种心理安慰尤其珍贵，而且能带来切实好处：在市场、宏观经济以及地缘政治局势紧张的环境下，它使得投资者保持投资纪律的概率上升。

此外，该框架旨在将行为偏差从阻力变为优势。例如，根据“心理账户”概念，人们倾向于将资产和支出目标划分成不同部分，并且区别对待各个部分，而不是通盘考虑。这种倾向可能导致次优决策，比如将资金投资于收益率仅为2%的标的上，而不去偿还利率高达15%的信用卡欠款。该框架正是利用这种心理上的分类倾向，将资产与特定的支出目标相匹配。因此，这是一种直观的投资策略，在资产与支出目标之间建立起了清晰的联系。

* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

整体资产负债表法

传统的资产负债表包括一个家庭的有形资产和负债。资产可能包括房地产、退休资产、合伙人权益、经纪账户和养老金等。负债往往只限于未偿债务，有可能是按揭贷款及其他类型的债务。

在有形资产之外，还可以将个人和家庭的无形资产和负债纳入整体资产负债表之中，以便更全面地了解家庭的财务状况（图6）。

一项格外重要的无形资产是人力资本。从客观角度来看，一名30岁的新手外科医生比一名没有接受过高等教育或没有稳定工作的30岁人士有着更高的人力资本。虽然很难高度精确地量化人力资本，但了解和考虑到人力资本的一般风险属性和资产负债表影响，有助于做出更好的配置决策，例如购买残疾保险，以防范职业生涯中的人力资本损失。⁵

未来的支出目标也可以被视为负债，如购买第二套房、子孙教育费用和退休支出等。此类支出是家庭的未来负债，与按揭贷款或其他债务类似。该框架能够让家庭清楚地知道他们如何使用负债（如按揭贷款和证券抵押贷款）来实现其目标。比如，将证券抵押贷款作为流动性资产，以应对原本需要出售投资资产（从而将无法享受递延税项优惠）才能支付的意外费用；或使用长久性策略中的按揭贷款，用于为家庭购买住所；或利用按揭贷款来购买性价比高的可传承资产，比如度假屋。

完整的资产负债表编制完成后，将资产与负债进行比较可看出重要信息。如果资产规模超过负债，意味着家庭拥有“盈余”，即拥有安全边际。如果负债超过资产，则应该积极寻求资产增值、削减支出计划或调整投资策略等方法来解决赤字问题。

图6

资产负债表包括有形及无形资产和负债

退休前和退休后完整的资产负债表示例

退休前		退休后	
总资产	总负债	总资产	负债合计
流动性 5%	流动性	流动性 10%	流动性
应急资金（现金）	可用信用额度	应急资金（现金） 固定收益（3年） 养老金收入 年金收入	私募股权投资要求 退休费用（3年） 医疗保健费用（3年） 可用信用额度
长久性 85%	长久性	长久性 70%	长久性
长久投资组合 大学计划 残障计划 公共养老金 私人养老金 年金 个人住所 人力资本	按揭贷款 贷款 退休支出需求 退休后的医疗保健需求 未来长期护理计划需求 子女大学费用	长久投资组合 长期护理计划 公共养老金 私人养老金 年金 个人住所	退休支出需求 退休后的医疗保健需求 长期护理计划
传承 10%	传承	传承 20%	传承
人寿保险 传承投资组合		人寿保险 传承投资组合 度假屋 集中持有股票 捐赠人担任顾问的基金	子女住房贷款 度假屋按揭贷款 不可撤销的遗赠承诺 计划赠予 房产税

资料来源：瑞银。

* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

“流动性.长久性.传承”策略的优势

1 投资表现优于其他方式

“流动性.长久性.传承”策略的一个根本优势是，帮助投资者在适当的时间选择适当的资产配置策略。虽然选择适当的资产配置可能听起来无关紧要，但事实并非如此。比如，在配置固定收益产品时，投资者往往不会考虑到人力资本或养老金收入等资产，因此该投资组合所包含的固定收益产品可能超出其需求。

影响是切实存在的：如果投资组合的股票头寸相对于固定收益增加10%，我们预计年均回报可能将上升0.5%。当然，我们必须妥善管理风险——为了每年0.5%的额外回报而让家庭在退休初期承担“时序风险”（sequence risk），这是得不偿失的。“时序风险”是指如果在退休初期出现深度负回报，将有损此后的整个退休计划，并令家庭面临资金耗尽的风险。这也正是该策略富有成效的原因之一。在投资者的一生中，“流动性.长久性.传承”策略随着时间的推移而逐渐调整，以适当增加或降低风险。

以一对45岁的夫妇为例，我们采用蒙特卡罗分析法将以下两项常见配置与“流动性.长久性.传承”策略进行对比：（1）静态均衡型投资组合策略，以及（2）“100减去当前年龄”的策略。蒙特卡罗分析法对投资回报、资金投入以及提取金额进行模拟，以反映投资者在数年和数十年内可能经历的情况。蒙特卡罗模拟是投资计划的重要组成部分，因其使我们考虑到投资回报的可变性，从而更好地评估在各种市场环境下成功实现目标的概率。

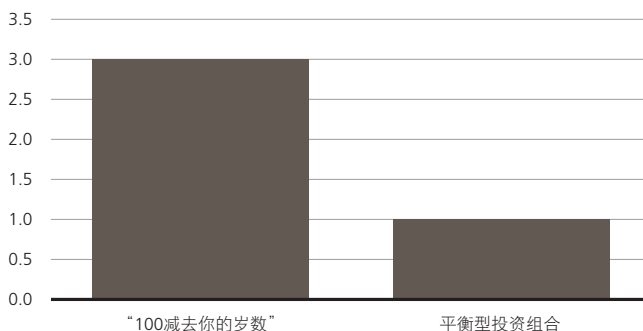
我们发现，经风险调整后，“流动性.长久性.传承”策略的年化表现比静态均衡型投资组合高出1%。相较于“100减去当前年龄”，

该策略的表现更佳——平均每年跑赢逾3%。这是由于在“100减去当前年龄”的策略下，该夫妇在50岁和60岁时持有的投资组合将过于保守（图7）。

“流动性.长久性.传承”策略之所以较其他策略表现优异，是因为其他策略无法为实现家庭目标（比如终生支出）所做的财务决策提供有效指引。在其他策略中，近期所需的资产与未来10、20或30年所需的资产之间几乎不做任何区分，更不用说那些余生都不会用到的资产。金融资产的各项目标变得同质化且抽象化。这使得投资配置决策偏离了家庭的目标和风险承受能力，导致长期内投资组合无法实现最优回报。

图7

“流动性.长久性.传承”框架的结果优于其他策略
该框架的模拟等效额外收益（阿尔法），%



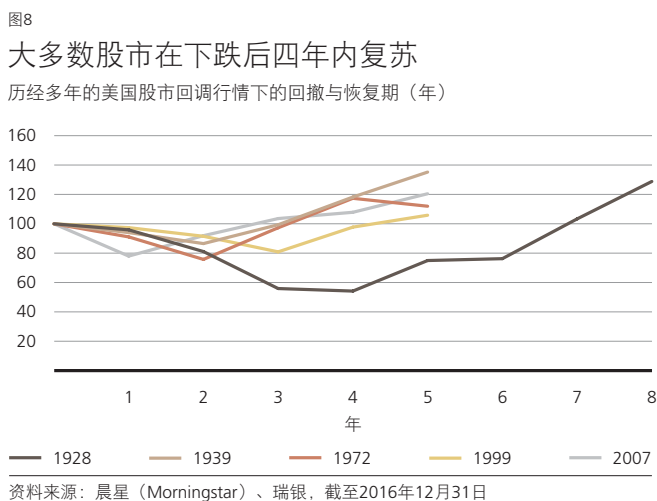
注：文中所述情景的模拟结果。等效额外收益（阿尔法）是一个净现值指标，用于估算在净现值基础上与“流动性.长久性.传承”策略相符的年化跑赢幅度。“100减去你的岁数”是一种投资法则，指投资者每年调整其对股票的资产配置，使之等于100减去自己的岁数。例如，一名65岁的人在投资组合中配置35%（即100-65）的股票。平衡型投资组合假设保持60%股票/40%债券的配置不变，无论其处于什么年龄或生活阶段。
资料来源：瑞银，截至2017年8月1日

* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

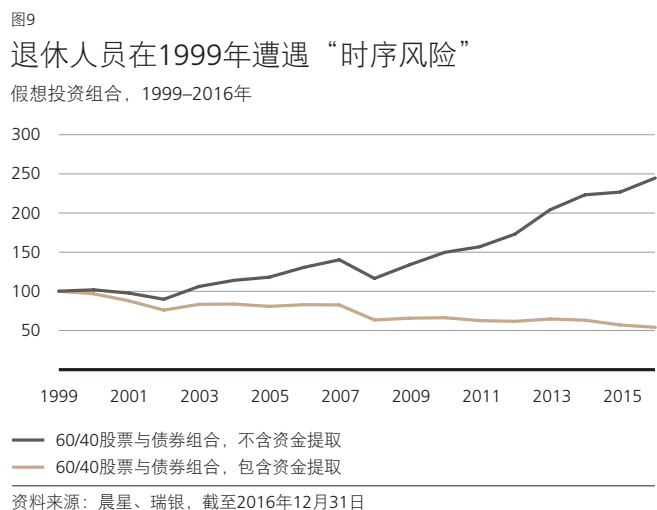
2 资产分类有助于安渡熊市

多数投资者对股票熊市避之唯恐不及。不过，对于仍处于工作阶段的投资者，熊市往往提供了以较低价位入场的重要机会。尽管投资者并不乐见熊市发生，但这有助于长期内增加财富。

退休人士以及为退休人士理财的投资组合经理面临着更艰巨的挑战。退休人士没有劳动收入，无法在熊市期间增加投资组合的仓位。恰恰相反，他们需要从投资组合中获得收入。如果在退休初期恰逢熊市来临，再加上从投资组合提取资金用于支出，则可能导致“时序风险”。



比如，过去90年中，美国股市经历了五次历时多年的下跌行情。这几次熊市分别开始于1928年、1939年、1972年、1999年和2007年。毋庸置疑，始于1928年的大萧条时期的股市滑坡是最严重的。以一个由30%美国国债和70%美国股票组成的成长型投资组合为例，该投资组合的价值在大萧条时期腰斩，并需要7年时间才完全恢复。始于1939年、1972年、1999年和2007年的下跌幅度较小，但仍导致投资组合的价值缩水20-30%，并需要3到4年才能完全恢复（图8）。



最近一次“时序风险”源于2000年的科技股崩盘。假设投资组合的股债比例为60%/40%且经通胀调整后的最初分配为5%，1999年退休人士的投资组合价值已经降至初始价值的一半，而且他并没有削减支出，那么他现在每年提取的资金占投资组合的比重为13%（图9）。

“流动性.长久性.传承”策略使得投资者能够在低迷时期从流动性策略中提取资金用于支出，以避免“时序风险”。这使得长久性策略下的风险资产有时间复苏，投资者可等到价格回升后再卖出以满足支出需求。我们基于过去80年的数据进行的分析显示，“流动性.长久性.传承”策略能够在每个熊市周期中平均每年带来0.25%的额外收益（阿尔法）。

* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

3 关注税务效益至关重要

从投资组合管理的角度来看，税务是最重要的考量因素之一。虽然税前回报较高，但在缴税后可能会降低很多，几乎所有投资者都必须考虑其适用税法的具体细微差别，以实现税后回报最大化。

基于各类资产的最终用途，“流动性.长久性.传承”策略能够结合税务考量来管理投资组合。尤其是，如果资产的最终税务处理情况有所不同，那么长久性和传承策略下的资产可能会以不同的方式进行投资。

举例而言，按照现行的美国税法，受益人在继承传承策略下的资产时，课税基数要“递增”。“递增”是指受益人继承资产的课税基

数以取得资产时的公平市价为准，而不是资产的初始购买价格。内含的纳税义务实际上在资产遗赠时消失。因此，在转让时获得的这种“税收额外收益”（tax alpha）对于美国投资者而言非常重要。这使他们在传承策略下逐渐积累资本利得，而且无需依赖过度积极的管理方式就能实现这些收益。

不同国家和城市所需的税务技巧存在差异，但所有投资者在构建和管理投资组合时都应关注税后回报。此外，还应考虑到养老金、资本利得收入、保险金以及各类账户和结构的税务处理。“流动性.长久性.传承”策略有助于降低复杂性，使投资者能够基于资产目标来改进税务处理方式。

* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

4 运用行为金融学有助于提升投资表现

正如上世纪最著名的投资者之一本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham) 所说,“投资者的主要问题,甚至是最大的敌人,很可能就是自己。”投资者容易频繁交易、过度逐利甚至惊慌失措,并往往高买低卖,这导致投资表现欠佳。

例如,在《交易有损你的财富》(Trading is Hazardous to your Wealth)⁶一书中,布拉德·巴伯 (Brad Barber) 和特伦斯·欧迪恩 (Terrance Odean) 发现,平均而言,每年股票投资组合换手率高达75%的家庭的业绩跑输幅度为1.5%。我们对共同基金投资者买卖行为的分析也表明,2007年4月至2016年3月期间,核心股票基金投资者的年度回报比基金本身的回报平均低0.9%。需要明确的是,0.9%的跑输幅度完全归因于择时错误(即误判买入和卖出的时点),而不是基金本身的业绩不佳。尽管一些研究人员认为行为差距要大得多,但我们在分析中对择时和资金流动规模采用了较为保守的方法。

制定有纪律的严谨投资方式(比如再平衡),能够有效降低做出代价高昂的情绪化投资行为。尽管卖出表现最佳的资产类别并买入表现较差的资产类别可能与直觉相悖,但我们的分析显示,在“流动性.长久性.传承”框架内采取纪律严明的再平衡方式能够每年带来0.8%的额外收益(阿尔法)。

“流动性.长久性.传承”框架并非解决我们自身情绪偏见的灵丹妙药,但在市场受压之际,它确实为投资者的决策流程提供了坚实可靠的框架。通过将重要的投资决策与家庭的具体财务目标相结合,该框架能够在艰难的市况下为投资者指引方向。

* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

管理“流动性.长久性.传承”策略

本章节深入探讨了如何配置和管理“流动性.长久性.传承” (Liquidity. Longevity. Legacy.) 策略。能否正确管理这些策略, 对实现目标以及资产净值将会产生迥然不同的结果。

本人、家庭、惠及他人

投资者的目标几乎是构成所有投资和遗产规划决策的基础。制定和更新目标需要经过深思熟虑, 并自问: 自己所期望的生活方式是什么, 以及希望如何改善他人的生活。有些目标比较容易评估, 比如装修和出售房产、支付大学学费或者公益慈善捐款。有些目标则较不明确, 比如确保您未来不会因健康情况给子女带来负担。

无论目标是否具体, 厘定财务与理财目标就像在地图上标记点位, 清楚的标记是规划未来路径的必要步骤。“流动性.长久性.传承”策略使用这些标记, 在投资者的一生中有效配置资产和资源, 以减少投资中“运气”的成份, 帮助投资者做出更明智的决策。

1 流动性策略

流动性策略包含满足未来2到5年支出需求的资产和资源。

目的	提供用于满足未来2到5年支出需求的资产和资源
规模	支出目标的净现值
贴现率	相当于本币现金或短期固定收益利率
资产和资源	现金、现金等价物、优质固定收益、薪水/工资收入、养老金收入和年金收入

流动性策略包含能够满足家庭近期计划支出目标的资产，是外部收入的替代来源。如果投资者从劳动力市场获得的收入足够满足日常支出需求，则无需在流动性策略下持有投资资产—除了应急资金。在退休前家庭一般不会大规模动用到流动性策略。至退休时，则应调整流动性策略下的投资规模，使投资收入能够覆盖超过养老金、年金和类似收入来源的支出需求。

流动性策略的适当规模将取决于长久性策略下承担的风险。正如在资产分类有助安渡熊市（第12页）中所讨论的，我们希望流动性策略的规模足以降低熊市时期的“时序风险”（sequence risk）。一般而言，如果投资者在长久性策略下持有收入型或收益型投资组合，则应考虑将流动性策略的目标设定为满足未来2年的支出需求；如果在长久性策略下持有均衡型投资组合，则应考虑将流动性策略的目标设定为满足未来3年的支出需求；如果在长久性策略下持有成长型投资组合，则应考虑将流动性策略的目标设定为满足未来4年的支出需求。

* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

在低利率环境中，流动性策略投入的资金应接近于短期支出所需的金额。尽管流动性策略的回报相对较低，但仍然能够起到极为重要的作用，在为家庭提供稳定收入来源的同时，也能让投资者放心地在其他投资组合中承担较多风险。长久性策略负责实现增长。将流动性策略和长久性策略的目标混为一谈会导致次优配置，所以我们建议避免在流动性投资组合中纳入高风险、高回报的投资。

我们构建流动性策略下投资组合的首选方式是持有1年期现金加上3年期阶梯型债券组合 (bond ladder)，随着债券陆续到期，支出需求也能相应得到满足 (图10)。

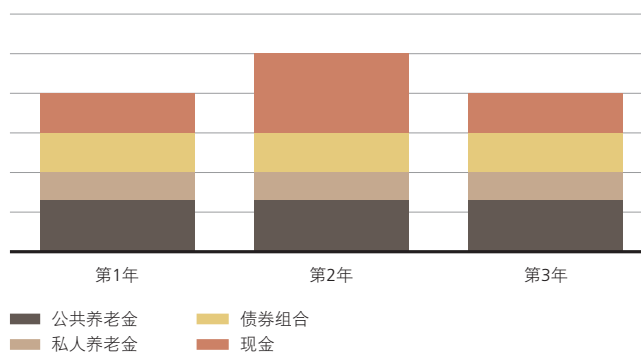
在适用的情况下，目标到期债券 (defined-maturity bond) 共同基金和交易所交易基金 (ETF) 为不想管理债券组合的投资者提供了另一选择。⁷这些基金被明确设计为具有目标到期日，因此投资者能够通过购买有限数量的基金来建立一个多元化阶梯型债券组合。举例而言，投资者可以购买目标到期日为2018年、2019年和2020年的基金，以覆盖2018–2020年的支出需求。

目标到期债券基金具有简单明确的优点，但亦有明显的缺点。例如，与定制的阶梯型债券组合相比，债券基金的持有者在投资组合特征选择以及现金流时间点上的灵活性较低。但是，另一方面，在没有庞大的资产池的情况下，仅靠购买单只债券可能很难实现充分多元化，而债券基金则能有效地实现多元化目标。因此，投资者在做出决定前应权衡这些利弊。

图10

流动性资产应该与支出计划相匹配

假设三年内支出，按收入来源



资料来源：瑞银

阶梯型债券组合并非流动性策略的唯一方式。最重要的标准是选择具有较高流动性且价格高度稳定的资产。虽然投资者可能会有通过高风险投资来“提升收益率”的冲动，但流动性策略的目的是将收入和安全资产与支出需求相匹配—投资者应该在管理该策略时牢记这一目的。

* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

2 长久性策略

流动性策略包含满足终生财务目标所需的资产和资源。

目的	提供用于满足终生支出需求的资产和资源（即超出流动性策略的年限）
规模	估计终身支出的净现值，或通过模拟法计算高概率成功所需的价值
贴现率	相当于长期利率
方法	多元资产类别投资组合。资产包括养老金、残疾计划和长期护理保险

长久性策略下的投资组合包含满足家庭计划用于终生生活费用所需的资产。该投资组合的规模基于预期支出，也就是说一个每年支出为5万美元的家庭的长久性策略规模要小于一个每年支出为50万美元的家庭；一名80岁人士的长久性策略规模也往往小于一名刚退休的60岁人士。

由于长久策略的目标是长期增长，所以通常适用于适度激进的配置。不过，一些投资者会选择在长久性策略下持有相对高风险或低风险的投资组合，这些选择各有利弊。较保守的长久性策略在实质上意味着家庭需要对终身支出需求配置更多资产，而进取型投资组合遭遇持续下跌的可能性更大。我们的分析发现，均衡型投资组合加上适当规模的流动性策略，可以缓和诸多风险。

投资者在退休前可能将几乎全部资产配置在长久性策略。在临近退休和退休初期，流动性策略和长久性策略的结合通常会让总体配置充分多元化，进而有助于降低“时序风险”。由于避免“时序风险”十分重要，长久策略也可考虑旨在降低下行幅度的投资策略和产品。

* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

从资产配置的角度来看, 现金或短久期固定收益产品一般无助于实现长久性策略的目标。就像长久期债券会给短期投资者带来较高风险一样, 现金和短久期债券会使长期投资者面临较高风险。尽管长久期债券在短期内的价格波动较大, 但长久期通胀挂钩债券在未来某个时间点提供的购买力具有高度确定性, 而长期持有现金却做不到这一点。

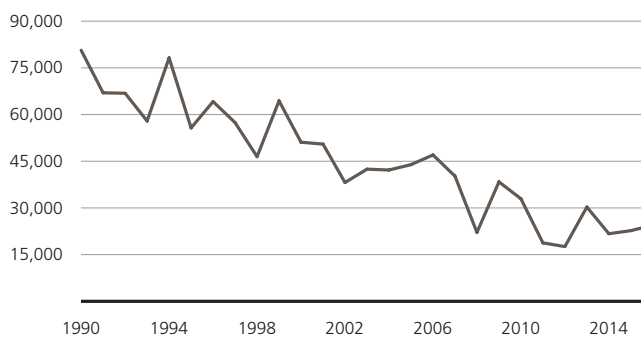
举例来说, 投资者在2006年以100万美元现金购买美国国债, 可带来约47,000美元的年收入, 但是在现今低利率的环境下, 以100万美元现金投资美国国债, 年收入只有23,000美元(图11)。对于需要在2017年获得50,000美元收入的投资者来说, 持有现金并等待购买债券是一个风险很高的策略。

同样重要的一点是, 长久性策略也包括非交易型资产, 比如人力资本、公共和私人养老金、长期护理计划、残疾计划、住宅房地产以及能为家庭终生福祉提供支持的其他资产。

图11

百万美元的收益潜力大幅下降

用100万美元购买10年期美国国债的年收入, 单位: 美元



资料来源: 彭博、瑞银, 截至2016年12月31日

* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

3 传承策略

传承策略代表家庭的额外资产。

目的	遗赠、公益慈善以及其他遗产或财产规划目的
规模	满足家庭终生财务目标以外的额外资产
贴现率	不适用
方法	经调整的捐赠基金投资模式、具有非流动性溢价的价 值取向

传承策略代表家庭的额外资产。一旦流动性策略和长久性策略中的资金足够,此时可将额外资产配置于传承策略。这种分类的背后有着重要的原因,其中很多原因都与行为和投资有关。

尤其重要的是,传承策略就财富的未来用途提供了清晰度。让投资者在检视家庭资产负债表时,能够高度确信流动性策略和长久性策略包含了足以满足家庭余生所需的资产。这种视角十分重要,这让投资者在考虑传承策略中的风险时,能够有不同的想法。投资者可以耐心专注于能够提供优异的长期税后表现的策略,而不是短期的市场波动—对于目标在未来数年或数十年实现增长的投资组合来说,这种波动是无关紧要的。

传承策略的最关键特征之一是可实现有效的代际转移。传承策略应当如何配置?在这方面,我们可以效仿成功的大学捐赠基金投资模式,但必须基于税务影响来调整策略。⁸一般来说,大学捐赠基金持有进取型投资组合,大量配置于非流动资产(如对冲基金、私募股权和私人房地产)。许多捐赠基金在管理公共股权投资组合方面也相当积极。

* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

当然, 应纳税的投资者必须对传统捐赠基金策略加以调整, 以优化税后回报。税法因国家和地区而异, 但简而言之, 税后回报有可能比税前回报低得多(图12为美国示例)。

除了选择适当的资产配置以反映其传承目标外, 许多家庭还会发现他们的传承策略由多种结构组成(例如在美国, 这可能包括捐赠人建议基金、信托、私人基金会, 私营企业等), 而这些结构拥有特定目标并需要不同的投资策略。

图12

高回报在税后可能降低许多

15年总回报和税负成本比率(%)

资产类别	年化总回报	税负成本比率	税后回报
高收益市政债券	4.39	0.00	4.38
全美市政中期	3.68	0.04	3.56
美国大型股混合	8.42	0.82	6.70
房地产	9.99	1.66	7.69
公司债券	5.47	1.67	3.52
新兴市场债券	9.57	2.45	6.56
高收益债券	7.83	2.55	4.97

*晨星在月度基础上自行计算税负成本比率(tax cost ratio), 使用不同时期经附加费用调整和税负调整后的回报。“税负成本比率”衡量投资者为分配所支付的税负导致基金年化回报降低的幅度。

资料来源: 晨星投资实验室(Morningstar Direct)、瑞银, 截至2017年8月10日

* 时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

结论

根据我们的分析和观察,我们认为“流动性.长久性.传承”策略能极为有效地管理家庭财富。我们在本报告中,从技术面和行为理论方面阐述了该策略行之有效的原因,而我们的实践经验提供了额外的实证依据。

在过去四年中,我们为数百个家庭提供了该策略建议和相关培训,成绩斐然。通过应用这一框架,许多投资者意识到,过去并无明确定义的传承策略其实值得为之投入大量精力。还有一些投资者调整了资产配置,使投资与自己的目标更好地匹配。

我们的最终目标显而易见:帮助家庭了解如何最好地配置资产来实现目标。这是一种目标驱动型财富管理方法。您应该怎么做来维持当前的生活方式?您应该怎么做来提升自己的生活方式?您应该怎么做来改善他人的生活?“流动性.长久性.传承”策略对这些问题进行了解答。

参考文献和相关信息

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

Baredes, Matthew和Michael Crook. "Frequently Asked Questions about Liability Driven Investing." Investment Strategy Insights, 瑞银, 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页。

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页。

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页。可访问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页。

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页。

Graham, Benjamin和David Dodd. *The Intelligent Investor*. 纽约, 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协会研究基金会, 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页。

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页。

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

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页。

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页。

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页。

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

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页。

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页。

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

尾注

- 1 Your Wealth & Life: Goals-Based Wealth Management, 2015年第一季度。
- 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页 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)是重要的基础文章。Waring (2004a)和Waring (2004b)对养老基金的负债相对配置政策进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)为量化人力资本的规模和特点提供了良好的基础。
- 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页。
- 7 了解更多信息, 请参见Perلمان, David. "Exchange-traded funds: Target maturity ETFs," 瑞银全球财富管理, 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。可访问SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2447403>或<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2447403>

风险信息

流动性.长久性.传承免责声明

时间框架可能会有所不同。策略取决于个别客户的目标、目的和适用性。此种策略并非对财富或任何财务结果能够或将会实现的承诺或保证。

瑞银投资总监办公室（“CIO”）的投资观点由UBS Switzerland AG（受瑞士金融市场监督管理局监管）或其附属公司（统称为“UBS”）的全球财富管理（Global Wealth Management）业务部门编制和出版。此等投资观点根据旨在促进投资研究独立性的法律要求编制。

通用投资研究——风险信息：

本出版物仅供个人参考，不作为任何买卖投资或其它特定产品的报价或邀请报价。本报告所包含的分析不构成个人建议，也不考虑任何特定接收人的具体投资目标、投资策略、财务状况和需要。此等分析基于大量的假设。不同的假设可能导致分析结果出现重大不同。某些服务和产品受法律约束，不能无限制地向全球提供，及/或者不适合对所有投资者销售。本文件中的所有信息和意见的来源被认为是可靠且真实的，尽管如此我们对于其准确性、完整性或可靠性，不做任何明示或暗示的声明或保证（除了关于UBS的披露信息）。报告中所提及的所有信息、观点以及任何预测、预估和指示的市场价格仅反映截至报告发布时的情况，未来如有变动，恕不另行通知。因采用的假设和/或标准不同，本报告中的观点可能与UBS其它业务领域或部门不同或甚至相反。

在任何情况下，本文件或任何此等信息（包括任何预测、价格、指数或其他计算金额（“价值”）均不得用于以下任何目的(i)估价或会计目的；(ii)确定任何金融工具或金融合约的应收或应付金额、价格或价值；或(iii)测算任何金融工具的表现或业绩，包括但不限于追踪任何价值的回报或表现，或定义投资组合的资产配置或计算业绩报酬或表现费。接收此文件和信息，即表明您将被视为向瑞银声明并保证，您不会将本文件用于上述任何目的，或以其他方式依赖任何此等信息。UBS及其任何董事或员工可能有权在任何时候持有本报告所提及投资工具的多头或空头头寸，作为委托人或代理人进行涉及相关投资工具的交易，或者向/为发行人、投资工具本身或向/为此等发行人的任何商业或财务附属公司提供任何其他服务或有官员担任其主管。在任何时候，UBS及其员工所做的投资决策（包括是否买入、卖出或持有证券）可能与UBS研究出版物表达的观点不同或相反。某些投资可能因所处的证券市场流动性差而不能随时变现，所以对投资进行估价和识别所处的风险可能很难进行量化。UBS 依赖信息壁垒来控制信息在UBS 各个地区、部门、集团或关联公司间的流动。鉴于存在巨大的损失风险，并且可能发生损失超过初始投资的情况，期货和期权交易并不适合所有投资者。过往业绩不预示未来业绩。可应要求提供更多信息。有些投资可能会突然大幅跌价，收回的资金可能低于投资额，或者甚至需要赔付更多。汇率的变动可能对价格、价值或投资收入产生不利后果。负责编制本报告的分析师可能为了收集、综合和解读市场信息而与交易部人员、销售人员和其他群体接触。

税务处理视个人情况而定，且可能会在未来发生改变。UBS不提供法律或税务建议，也不对资产或资产的投资回报的税务处理作出任何陈述，无论是普遍性的还是针对客户具体情况或需求的。我们必定无法将具体投资对象、金融形势以及不同客户的需求都纳入考虑范围，建议您就投资相关产品可能产生的影响（包括税务方面的影响）进行金融和/或税务咨询。

若无UBS的事先授权，不得复制或复印本材料。除非另有书面协议，UBS明确禁止以任何原因将本材料派发或转交给第三方。UBS不对第三方因使用或派发本材料引起的任何索赔或诉讼承担任何责任。这份报告仅在适用法律允许的情况下派发。关于CIO管理利益冲突以及保持其投资意见和出版物、研究和评级方法独立性之方式的相关信息，请访问www.ubs.com/research。本出版物和其他CIO出版物中所提及的有关作者的更多信息，以及任何涉及该主题的以往报告副本，可应要求从您的客户顾问处获得。

可持续投资策略的重要信息：纳入环境、社会和治理（ESG）/可持续投资因子或许会限制投资组合经理参与某些投资机会，虽然平常这些机会符合其投资目标，并且与其他投资策略一致。包含ESG/可持续投资标的的投资组合，其回报率可能低于也可能高于不含这些标的的组合。按照可持续性标准，某些投资被排除在外，因此投资者可能无法利用特定市场机会或趋势来获利。企业不必在ESG/可持续投资的所有方面都表现出色，也不保证所有公司在企业责任、可持续性、影响力等方面都能达到预期。

由UBS AG 旗下子公司UBS Financial Services Inc. 或UBS Securities LLC向美国人士派发。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为UBS AG的附属公司。在波多黎各注册成立的瑞银金融服务公司(UBS Financial Services Incorporated of Puerto Rico)是UBS Financial Services Inc.的子公司。在向美国人士派发报告时，**UBS Financial Services Inc.对非美国附属公司编制的报告内容承担责任。**美国人士在本报告中提及的证券中进行的交易应通过隶属于瑞银的美国注册经纪商进行，而非通过非美国附属公司进行。本报告的内容未经且将不会获得美国或其他地方的任何证券或投资监管机构的批准。**UBS Financial Services Inc.**不是《证券交易法》（“市政顾问规则”）第15B条所指的任何市政实体或义务人士的市政顾问，本报告所载意见或观点并非旨在且不构成市政顾问规则意义上的建议。

外部资产管理/外部财务顾问：若本研究报告或出版物提供给外部资产管理或外部财务顾问，UBS明确禁止外部资产管理或外部财务顾问向其客户和/或第三方散发和提供。**奥地利：**根据奥地利法律，本出版物不构成公开要约，但可以出于信息参考目的派发给UBS Europe SE, Niederlassung Österreich（营业地点位于 Wächtergasse 1, A-1010 Wien）的客户。UBS Europe SE, Niederlassung Österreich 是UBS Europe SE的分支机构，后者是一家依据德国法律，以欧洲公司形式组建的信贷机构，并由德国联邦金融服务监管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht）适当授权；本出版物尚未呈报上述机构审批。**中国：**本报告由UBS AG 或其境外子公司或关联机构（统称为“瑞银境外机构”）编制。瑞银境外机构属于在中国境外注册的机构，不具备在中国经营银行或证券业务的许可，不受监管或监督。本报告的接收者请勿联系本报告的分析师或瑞银境外机构寻求投资建议，因其不能在中国提供证券投资咨询服务。瑞银投资银行（包括研究）有其完全独立的研究部门，观点可能有时与瑞银全球财富管理不同。本报告不得被视为提供与具体证券有关的分析。请勿依赖本报告或其任何内容作出投资决策，UBS对此不承担责任。**巴林：**UBS是一家瑞士银行，未在巴林境内取得巴林中央银行的许可，不受其监督或监管，亦不在巴林境内从事银行或投资业务活动。因此，客户不受当地银行和投资服务法律法规的保护。**巴西：**由UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, 和/或UBS Consenso Investimentos Ltda派发，其为接受证券市场委员会（Comissão de Valores Mobiliários, “CVM”）监管的实体。**加拿大：**在加拿大，本出版物由UBS投资管理加拿大公司向UBS资产管理加拿大公司的客户派发。**捷克共和国：**UBS 并非捷克共和国的持牌银行，因而不允许在捷克共和国境内提供受监管的银行或投资服务。如果您不希望再收到任何通讯，请通知瑞银。**丹麦：**根据丹麦法律，本出版物不构成公开要约，可以由UBS Europe SE Denmark Branch, filial af UBS Europe SE 派发，后者的营业地点位于 Sankt Annae Plads 13, 1250 Copenhagen, Denmark, 在丹麦商业与公司

管理局 (Danish Commerce and Companies Agency) 注册, 注册号38 17 24 33。UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE 是 UBS Europe SE 的分支机构, 后者是一家依据德国法律, 以欧洲公司形式组建的信贷机构, 并由德国联邦金融服务监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) 适当授权。UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE 接受BaFin、德国中央银行 (Deutsche Bundesbank) 以及丹麦金融监管局(DFSA) (Finanstilsynet) 的联合监督, 本出版物尚未呈报上述机构审批。UBS Europe SE 由联邦金融服务监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) 授权和监管。**法国:** 本出版物系由UBS (法国) 股份有限公司所发行提供予客户或潜在客户; 其具有132.975.556欧元之股本, 位于69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670。UBS (法国)股份有限公司依循法国“Code Monétaire et Financier” (货币与金融法) 授权提供投资服务, 由法国银行业和金融主管机关-Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution所监管。**德国:** 本出版物向UBS Europe Se的客户派发, 注册地址为Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60323 Frankfurt am Main, 该实体由联邦金融服务监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)监管。**希腊:** UBS Switzerland AG及其附属公司(瑞银)并非希腊立法规定的持牌银行或金融机构, 并不在希腊提供银行和金融服务。因此, 瑞银只通过希腊境外的分行提供该等服务。本文件不可视为向希腊居民作出或拟作出的公开发售。**中国香港:** 本出版物由UBS AG香港分行对其客户派发, UBS AG香港分行是受《香港银行业条例》许可的一家银行, 同时也是《证券及期货条例》下的一个注册机构。**印度:** 由UBS Securities India Private Ltd.派发, 注册地址为2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051, 电话: +912261556000, 印度证券交易委员会(SEBI)注册号码: NSE(Capital Market Segment): INB230951431, NSE (F&O Segment) INF230951431, BSE (Capital Market Segment) INB010951437。**印尼、马来西亚、菲律宾、泰国:** 本材料根据瑞银从您和/或有权代表您提出请求的人士处收到的请求提供给您。如果您误收本材料, 瑞银恳请您销毁/删除此材料, 并立即通知瑞银。瑞银根据本材料提供的任何及所有建议和/或瑞银执行的交易仅在您的具体要求下提供, 或在您的具体指示下执行(视情况而定, 并可能被瑞银和您视为如此)。本材料可能未经您所属司法管辖区的任何金融或监管机构审查、批准、不批准或认可。相关投资将受到本材料中规定的关于转移的限制和约束, 通过接收本材料, 您承诺全面遵守此等限制和义务。您应当仔细研究并确保在考虑投资目标、风险偏好及个人情况时, 了解及行使适当的谨慎及酌情权, 以防范投资风险。如有疑问, 请寻求独立的专业意见。**意大利:** 本出版物派发给UBS Europe SE, Succursale Italia (Via del Vecchio Politecnico, 3 - 20121 Milano) 的客户。该机构为UBS Europe SE, 一家德国银行的分支机构, 由联邦金融服务监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) 适当授权, 可提供金融服务, 并接受BaFin和意大利金融市场监管当局“Consob”的共同监管。**泽西岛:** UBS AG泽西岛分行受泽西岛金融服务委员会监管, 可开展银行、基金以及投资业务。从泽西岛境外提供的服务不受泽西岛监管制度的管辖。UBS AG泽西岛分行的主要营业地点为: 1, JFC Jersey, St Helier, Jersey, JE2 3BX。**卢森堡:** 根据卢森堡法律, 本出版物不构成公开要约, 但可以出于信息参考目的派发给UBS Europe SE, 卢森堡分行(营业地点位于33A, Avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxembourg) 的客户。UBS Europe SE, Luxembourg Branch是UBS Europe SE的分支机构, 后者是一家依据德国法律, 以欧洲公司形式组建的信贷机构, 并由德国联邦金融服务监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) 适当授权; UBS Europe SE, 卢森堡分行由BaFin、德国中央银行 (Deutsche Bundesbank) 以及卢森堡监管当局卢森堡金融业监管委员会 (Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF) 联合监督, 本出版物尚未呈报上述机构审批。**墨西哥:** 本信息由UBS Asesores México, S.A. de C.V. (“UBS Asesores”) 派发, 其为UBS Switzerland AG的附属公司, 因与某外国银行有业务关系, 依照证券市场法注册为非独立投资顾问。UBS Asesores为一家受监管实体, 由墨西哥银行和证券委员会(“CNBV”) 监管, CNBV仅对UBS Asesores在提供投资组合管理以及证券投资顾问服务、分析和发布个人投资建议方面进行监督, 因此, 对于UBS Asesores提供的任何其他服务, CNBV不具监管能力, 也不予以监管。UBS Asesores在CNBV注册, 注册号码为30060。我们向您提供此瑞银出版物或资料, 是因为您已经向UBS Asesores声明您是位于墨西哥的资深合格投资者。撰写本报告的分析师的薪酬完全由其服务的瑞银集团任何实体的研究管理层和高级管理层决定。**尼日利亚:** UBS Switzerland AG 及其附属公司(统称“瑞银”) 未在尼日利亚获得尼日利亚央行(CBN)或尼日利亚证券交易委员会(SEC)的颁发的牌照, 亦不接受其监督或监管, 且不在尼日利亚境内从事银行或投资业务活动。**葡萄牙:** UBS Switzerland AG未获得在葡萄牙从事银行和金融活动的牌照, UBS Switzerland AG亦不接受葡萄牙监管机构(葡萄牙央行“Banco de Portugal”和葡萄牙证券交易委员会“Comissão do Mercado de Valores Mobiliários”) 的监管。**新加坡:** 本材料根据瑞银从您和/或有权代表您提出请求的人士处收到的请求提供给您。如果您误收该材料, 瑞银要求您销毁/删除此材料, 并立即通知瑞银。如对本报告中的分析有任何疑问, 请联络UBS AG新加坡分公司, 该公司是根据新加坡金融管理局《新加坡金融顾问法》(第110章)规定的豁免财务顾问和《新加坡银行法》(第19章)许可的批发银行, 并就本分析或报告所引致的或与之有关的任何事宜接受新加坡金融管理局的监管。**西班牙:** 本出版物由UBS Europe SE, Sucursal en España (注册营业地点位于 Calle María de Molina 4, C.P.28006, Madrid) 派发给其客户。UBS Europe SE, Sucursal en España是一家由西班牙银行 (Banco de España) 和联邦金融服务监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) 监管的实体。本出版物尚未提交监管当局批准。此外, 该实体还被授权提供证券和金融工具方面的投资服务, 此业务接受Commission Nacional del Mercado de Valores (CNMV) 的监管。UBS Europe SE, Sucursal en España 是UBS Europe SE的分支机构, 后者是一家依照德国法律以欧洲公司形式组建的信贷机构, 并由联邦金融服务监管局 (BaFin) 授权和监管。**瑞典:** 根据瑞典法律, 本出版物不构成公开要约, 可以由UBS Europe SE, Sweden Bankfilial派发, 后者的营业地点位于 Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Sweden, 在瑞典公司注册处 (Swedish Companies Registration Office) 注册, 注册号516406-1011。UBS Europe SE, Sweden Bankfilial是UBS Europe Se的分支机构, 后者是一家依据德国法律, 以欧洲公司形式组建的信贷机构, 并由德国联邦金融服务监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) 适当授权。UBS Europe SE, Sweden Bankfilial 由BaFin、德国中央银行 (Deutsche Bundesbank) 以及瑞典金融监管当局 (Finansinspektionen) 联合监督, 本出版物尚未呈报上述机构审批。**中国台湾:** 本材料是根据台湾法律规定, 由瑞士银行台北分行依其与客户或潜在客户之约定或要求而提供。**阿联酋:** 瑞银在阿联酋未获得阿联酋央行(Central Bank of UAE)或阿联酋证券及大宗商品管理局(Securities & Commodities Authority)颁发的牌照。UBS AG迪拜分行获得迪拜金融服务管理局(Dubai Financial Services Authority)颁发的牌照, 作为一家授权公司在迪拜国际金融中心(DIFC)运营。**英国:** 由UBS Switzerland AG核准, 由瑞士金融市场监管管理局 (Financial Market Supervisory Authority) 授权和管制。在英国, UBS Switzerland AG由英国审慎监管局 (Prudential Regulation Authority) 授权, 须遵守英国金融市场行为监管局(Financial Conduct Authority)的法规及英国审慎监管局的有限法规。关于UBS AG受审慎监管局管制之程度的详情, 本行可按要求提供。它是伦敦证券交易所的成员之一。本出版物向英国伦敦的UBS零售客户派发。如果产品或服务由英国以外的国家提供, 则其不受英国管理制度或金融服务补偿计划的管制。在翻译文本中(报告和免责声明), 中英文本如有歧异, 应以英文本为准。

2019年4月版。CIO82652744

© UBS 2019。钥匙符号, UBS和瑞银属于UBS的注册或未注册商标。版权所有。

出版详情

出版方

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

本报告最初于2017年9月13日出版，
并于2018年8月20日更新。

主编

Michael Crook

主要作者

Michael Crook

编辑

Kate Hazelwood

其他作者

(以字母顺序排序)

Kiran Ganesh

Jeff LeForge

Mike Ryan

Ronald Sutedja

项目管理

John Collura

Paul Leeming

Matt Siegel

报告设计

Candice Stern

排版

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

