

安联投资评析

06/2016

环球概览

长寿的代价

从多方面来看, 长寿可说是代价高昂。随着健康护理服务改善及科技愈趋发达, 人类寿命日渐延长, 本应值得欣喜。但全球医疗费用持续上涨, 升幅甚至超越通胀, 令我们为退休生活储备资金时面对重大的挑战。

毫无疑问, 长寿意味我们需要在工作时期增加储蓄, 或是从现有储蓄中获取更高回报。虽然两者并非遥不可及的目标, 但我们建议投资者在退休时持有具充足资本升值潜力的资产。若能持续投资于适当的资产, 投资者便无须为退休后加重的生活及健康护理成本而烦忧, 得以安享晚年。

长寿意味我们需要在工作时期增加储蓄, 或是从现有储蓄中获取更高回报。

人类长寿过程显著

不少国家目前出现银龄化的情况, 随着婴儿潮一代退休, 他们的子女及千禧世代便

承担起经济责任, 同时须应对庞大的国家债务、沉重的学生贷款、失业率偏高, 以及父母投票支持维护其福利的情况。在这个环境下, 我们的「金融压抑」投资主题将会持续: 投资者应有所准备, 面对经济增长偏低及漫长的低息环境, 追求收益回报的意欲将进一步加剧。

与此同时, 先进技术及基因测序迅速提升全球的健康护理水平, 甚至连穷困的新兴国家亦能负担非专利仿制药物, 藉以延长寿命。这对人类而言无疑是好消息: 我们能拥有长寿而健康的生活。

这个延长寿命的过程相当显著, 就以我家为例: 家母生于1932年, 预期寿命为63岁, 因此无需太多退休金, 这亦解释为何英国政府最初在1945年选择以65岁作为退休年龄。现在, 家母已届84岁高龄, 而且仍能自行驾车。幸好, 她早已为退休金预留储蓄。

相同道理, 我生于1962年, 当时的预期寿命接近70岁, 但现在似乎可以活到90岁以



杜纳恩 (Neil Dwane)
环球投资策略师

上; 我的子女及所有在1985年后出生的千禧世代, 更可能成为百岁人瑞。

长寿更要及早计划

为保障日后漫长的退休生活, 我们必须思考以下四项因素: 首先, 在人生的最后十年, 我们将承担约80%的医护开支, 而这些费用每年更以8%至10%的幅度增长, 因而带来重大的挑战: 我们需要寻找足以维持医护储蓄购买力的投资回报。

(续至第5页)

1 环球概览

长寿的代价

2 亚太视野

日本央行是否已无计可施?

3 放眼世界

货币政策是否过于宽松?

4 基层研究 (GrassrootsSM Research)

机械人理财顾问意见调查

Allianz 
Global Investors
安联投资

实见 · 实现

亚太视野

日本央行是否已无计可施？

尽管日本进一步向下修订经济增长和通胀预测，但日本央行在4月28日仍决定维持货币政策立场不变，似乎反映随着可用的对策减少，日本央行加推措施的阻力亦见升温。

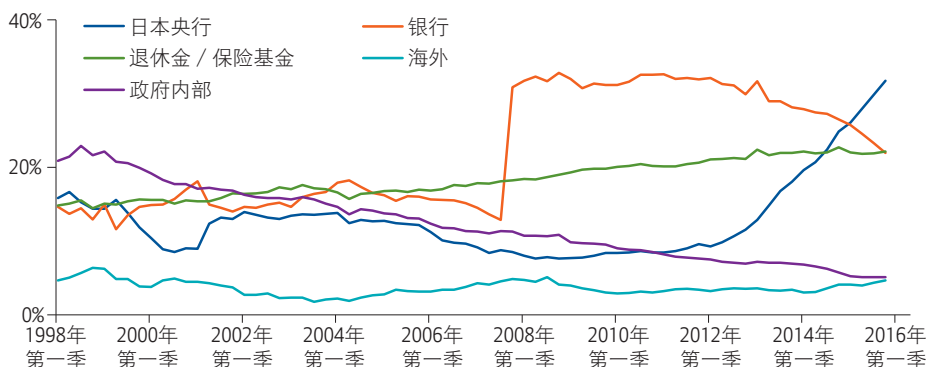
虽然日本央行行长黑田东彦表示，负利率政策已经影响当地金融市场，并可能蔓延至实体经济，但其真正的效用仍然未明朗。此外，外界亦忧虑日本央行加推货币宽松措施的空间将受一些操作因素所限，包括：国际社会反对透过货币宽松政策把货币贬值。至于扩大该行购买日本政府债券的规模方面，市场也逐渐认为日本央行已临近其技术限制。

尽管如此，我们不禁疑问：日本央行是否已经无计可施？特别是在近期兴起「直升机撒钱」的讨论。首先，让我们参考以下重要数据：

- 截至2015年底，日本央行的资产负债表扩张至相当于国内生产总值的77%，远超2012年底的34%；反观美国联储局、欧洲央行及英伦银行的百倍比仅约为25%。假设每年购买80万亿日元资产的步伐不变，日本央行资产负债表的规模将在2017年底增至相当于国内生产总值约100%的水平。

日本央行或有转圜余地

从图表可见，日本央行并未持有大部份日本政府债券，其他机构所持的比重更高，但为免日本央行陷入无计可施的困境，这些债券持有人必须减持。



资料来源：Thomson Reuters Datastream、安联投资经济和策略部，截至2016年5月19日。

- 日本央行现时持有约三分之一的未偿还日本政府债券，并且每年买入相当于当地国内生产总值16%的债券。

- 截至2015年底，未偿还日本政府债券的金额等于国内生产总值的170%以上。然而，日本央行持有的日本政府债券比重将在2016年底增至接近50%，在2017年底更会迫近60%。

- 日本央行持有的日本交易所买卖基金（ETF）约占市场总值的55%。假设该行在现有市场水平（3.3万亿日元）继续买入交易ETF，其所占的市场比重将在2016年底增至70%。

从附图可见，银行、私人退休基金及保险公司仍持有大量不属于日本央行的日本政府债券；换言之，在日本央行陷入无计可施的困境前尚有转圜余地，但先决条件是这些机构愿意减持。与此同时，若扩大购买日本政府债券的规模，便将突显该市场流动性不足的情况。幸而在可见的未来里，预计通胀将持续低于目标水平，让日本央行可以采取其他放宽货币的政策：

- 减息：当局可能下调政策利率10至20个基点，使之降到-0.2%至-0.3%。个别贷款的借贷成本亦可能减至负数（与欧洲央



Stefan Scheurer
高级投资策略师

行的做法相同），以纾缓银行业的压力。

- 扩张货币基础：日本央行可以把每年货币基础的扩张步伐加快到10万亿至20万亿日元，使之升到90万亿至100万亿日元，并且调高每年增购日本政府债券的目标，但推出这些行动的时间须视乎美元/日圆的汇率。
- 扭曲操作：日本央行可能维持货币基础的扩张速度不变，同时推行「扭曲」操作，即是减持日本政府债券，改为买入市政债券和资产抵押证券。
- 三管齐下的宽松措施：日本央行行长黑田东彦可能在减息之外，同时轻微增购日本政府债券和ETF/日本房地产投资信托。如有需要，金额可以进一步增加，以化解市场认为量化及质化宽松措施的效用已接近上限的观感。
- 按兵不动：若日本央行在不强烈保证加推宽松措施下按兵不动，市场可能认为这代表该行把汇率视作次要项目。

虽然日本央行表示必须静观负利率政策对经济的影响，但预期该行将采取其他行动，不论是货币政策或财政政策。然而，所有可行方案都有其代价。

放眼世界

货币政策是否过于宽松？

虽然美国联储局在2015年12月加息，但全球央行利率仍接近历史低位，欧元区、日本、瑞士、瑞典及丹麦的主要利率甚至降至负水平。欧洲央行、日本央行和瑞典央行亦扩大其量化宽松政策的规模，藉此向市场注入更多流动性。

尽管如此，超级金融危机距今已有九年，但全球央行仍然推行货币宽松措施，并且尚未有结束的迹象。我们不禁疑问：货币政策是否过于宽松？

超级金融危机距今已有九年，但全球央行仍然推行货币宽松措施，并且尚未有结束的迹象。

全球经济增长确实逊色，但我们的预测工具显示已发展市场的经济增长已接近其潜在水平，新兴市场亦初步录得正面的经济数据。更重要的是，新兴市场的资金流出情况开始放缓，甚至可能已经停止。鉴于西方市场的央行多次表示，新兴市场可能对它们的经济造成影响，新兴市场的经济数据好转其实有助纾缓进一步放宽货币政策的压力，甚或推延政策正常化的过程。

此外，在近期油价回升等因素的支持下，目前的通胀数据已较年初改善。随着产量差距开始收窄，全球核心通胀维持在约2%，与这十年来的高位相距不远。这股趋势亦反映受生产力趋势疲弱的拖累下，总供应增长也见放缓。虽然货币政策可以尝试刺激投资开支，但单靠这些刺激措施不能保证生产力将会提升。

虽然货币政策可以尝试刺激投资开支，但单靠这些刺激措施不能保证生产力将会提升。

基于另一个原因，我们认为现时全球央行应该收紧宽松政策的程度：超级宽松的货币政策若持续太久将增加金融不稳定风险，基本原因有二。

首先，在收益率曲线转弱时（正如目前的情况），极端宽松的政策确实可以削弱银行业的盈利表现，特别是当银行无法把负利率转嫁至零售客户的存款利率时。

其次，超级宽松的货币政策或会形成新的过度信贷热潮。随着资金流动性显著上升，这些宽松措施已遍及全球其他市场。宽松的货币及财政状况明显有利信贷强劲增长。事实上，我们察见全球的非金融信贷自2008年急增，特别是新兴市场，但最初大致不受超级金融危机影响的先进经济体亦出现这个情况。

宽松的货币及财政状况明显有利信贷强劲增长：我们察见全球的非金融信贷自2008年急增。

现在我们面对一个问题：这些市场发展是否与超级金融危机以来所推行的宽松措施有关？在过去30年，主要央行的政策利率经常低于所谓的「中性」水平。此外，在这30年里，经济活动不仅表现稳健（自1980年代中期起，全球实质国内生产总值平均每年增长3.5%），全球信贷热潮由盛转衰的情况亦逐渐增加。

这并不代表新一轮金融风暴迫在眉睫；简单而言，中国拥有超过三万亿美元外汇储备，足以抵御任何大型的金融系列波动。不过，全球多个市场的信贷增长过高，特别是新兴市场，这似乎为趋势增长率的前景蒙上阴影。



Stefan Hofrichter
首席经济师

有鉴于此，投资者应该对可能加推刺激措施的消息持保留态度；毕竟，单凭货币刺激措施并不能带动资产价格上升。长远来说，合理的估值及稳定而健康的成长前景更为重要。

单凭货币刺激措施并不能带动资产价格上升。

基层研究 (GrassrootsSM Research)

机械人理财顾问趋势调查

近年，转用「机械人理财顾问」成为资产管理业的主要发展趋势之一。「机械人理财顾问」是指自动化的网上理财服务，可为投资者提供以程式为基础的管理投资组合建议。

随着机械人理财顾问日渐普及，基层研究在近期向投资者、独立理财顾问及企业财务顾问进行两项意见调查，以评估这股趋势对私人财富管理业的整体影响。

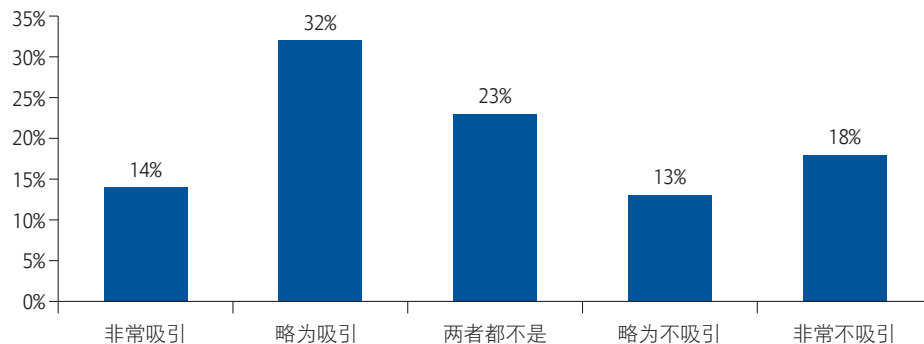
在第一项研究中，大部份投资者表示不设年费或年费便宜是机械人理财顾问的最大吸引力，而偏好理财顾问的投资者认为，

度身订造的服务和人际交流是吸引他们选用的主因。在现正使用机械人理财顾问服务的投资者中，略高于三分之一有意或非常可能把投资转交理财顾问管理，反映机械人理财顾问未能服务需要理财建议的投资者。

大部份投资者表示不设年费或年费便宜是机械人理财顾问的首要吸引力，而偏好理财顾问的投资者认为，度身订造的服务和人际交流是吸引他们选用的主因。

不少投资者认为机械人理财顾问具吸引力…

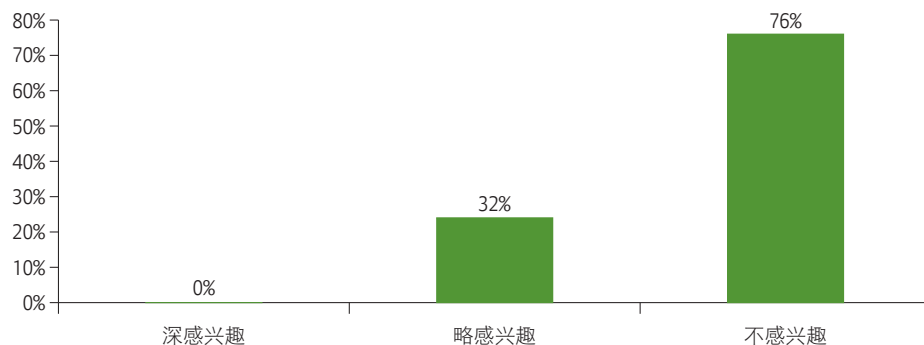
在一项意见调查中，我们询问了以电脑为本的自动化投资组合建议对投资者的吸引力。



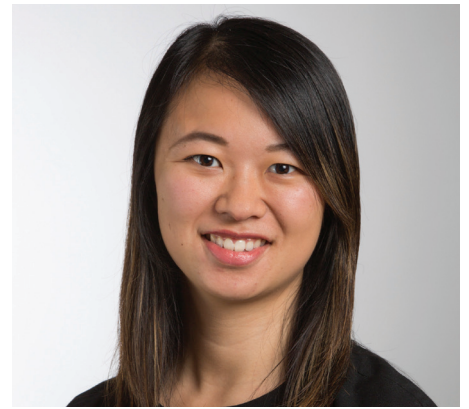
资料来源：基层研究，截至2016年2月。

…但大部份理财顾问认为客户不会转用机械人理财顾问

在另一项调查中，我们询问理财顾问他们认为客户对自动化服务是否感兴趣。



资料来源：基层研究，截至2016年2月。



Aggie Wong

基层研究 (GrassrootsSM Research) 分析师

在第二项研究中，独立及附属企业的理财顾问表示，机械人理财顾问对其行业的影响不大。然而，从附图可见，这些理财顾问可能低估了客户对自动化投资服务的兴趣。

这些理财顾问可能低估了客户对自动化投资服务的兴趣。

虽然大部份理财顾问认为较年长的客户未必会选用机械人理财顾问，因为他们要求综合而个人化的财务规划服务，但仍有少数顾问预期机械人理财顾问的收费便宜，日后可能吸引资产净值较低及/或年轻的客户。

(续第1页)

环球概览

其次,随着我们对健康护理及饮食愈趋关注,人类寿命将进一步延长。虽然这是好消息,但同时意味投资顾问若非认同客户的「终老计划」,便须为客户致力赚取回报,以保障他们长寿退休生活的质素不变。据我所估计,客户寿命每延长十年,投资顾问便须为他们的财富额外缔造30%的回报。换言之,依赖固定收入及现金的传统退休生活模式已成过去,特别是在零利率及负利率政策之下。

第三,基金经理及客户顾问必须说服投资者接受高于他们愿意承受的风险水平。只有风险资产才能确保投资者累积足够的资金,以应付高于通胀的医疗费用成本及更长退休生活的日常开支。当然,若投资者仍有剩余资金,便可留给子女作日后不时之需。

只有风险资产才能确保投资者累积足够的资金,以应付高于通胀的医疗费用成本及更长退休生活的日常开支。

预计债务将会上升

最后一项因素与社会有关;不少国家和政府机构(包括英国全民医疗服务(NHS)、德国的 Hartz IV 和美国的 Medicare / Medicaid)都把医护支出纳入政府开支计划。因此,随着当地人口老化,这些国家的政府亦要面对医疗费用通胀和寿命延长所带来的挑战,继而需要缩减其他预算开支,或是被迫发行主权债券来应付支出。

事实上,美国的估算数据显示,目前的政府债务接近国内生产总值的100%(即19万亿美元),而福利负债将令这些债务额外增加80万亿美元。大部份经合组织(OECD)国家亦低估日后这方面的负债,但与企业

的情况不同,它们无须为此入账,而企业必须把其退休金赤字计算在账目之内。

展望未来,活得更长寿、丰盛和开支不菲的人士无疑须承受高昂的代价,而他们的投资顾问和基金经理亦须为这些投资者预早筹谋。

资料来源:Allianz Global Investors Insights, Volume 8, Issue 6

基层研究(CrassrootsSM Research)是安联投资的旗下部门,为资产管理专业人士进行调查研究。用以制作基层研究报告的研究数据由记者及受聘于独立第三方研究供应商的实地调查员提供,而该等研究是以为客户执行的交易而产生的佣金所支付的。

本文件只供予在中国大陆有关监管机构认可投资海外的金融机构。本文内所载的资料于刊载时均取材自本公司相信是准确及可靠的来源。本公司保留权利于任何时间更改任何数据,无须另行通知。本文并非就内文提及的任何证券提供或邀请或招揽买卖该等证券。阁下不应仅就此文件提供的数据而作出投资决定,并请向财务顾问咨询独立意见。投资涉及风险,尤其是投资于新兴及发展中市场所附带之风险。过往表现并非未来表现的指引。投资者在投资之前应细阅销售文件,了解基金详情包括风险因素。

本文件并未经证监会审核。发行人为安联环球投资亚太有限公司。如于中国大陆使用,旨在为境内商业银行根据适用合格境内机构投资者计划的法规法则而发行的代客境外理财产品,提供辅助信息。任何于本文提及的基金(如有)并未得中国大陆有关监管机构认可。