

Name of respondent / 回應者名稱: CHAN Mou Fung 陳茂峰

Name of organization / 機構名稱: 御峰理財有限公司

Q1: No / 不支持

Q1 Comment / 意見: 支持 36 (a) 和 36 (c) 。不支持 36 (b) 。36 (d) 端視核心基金的設計。

36(b) 建議的“人生階段”或“目標日期”投資方式已經落伍，有三大問題：第一是不能夠保證投資不虧；第二是沒有考慮打工仔個人的風險偏好和承受能力，不符合香港積金局和證監會的瞭解客戶和投資適合性要求，而且它很大可能不是核心基金目標物件的合適投資；第三是股票比重隨年齡遞減的理論和事實不符。

美國 3 年一次的全國消費金融調查 (Survey of Consumer Finances)，由聯儲局和財政部資助，芝加哥大學的國家民意研究中心 (National Opinion Research Center) 負責收集資料和分析、報告。這個調查收集美國家庭的人口資料 (demographic data) 和收入、開支、貸款、儲蓄、投資、資產、負債等消費金融資料。調查自 1983 年開始，過去 30 年的調查，持續顯示退休人士/家庭持股比重明顯較 55 歲以下人士/家庭多。而同年齡組群中，已婚、沒有子女、高學歷、高收入、高資產值、工作穩定者持股比重較高。調查結果說明，年齡不是決定投資者風險偏好的主要因素。

去年諾貝爾經濟學獎得主之一的席勒教授 (Robert J. Shiller)，亦有研究退休和社會保障。他在 2005 年的一篇論文，以 1871-2004 年美國股市、債市和貨幣市場資料做類比分析，假設將來市場回報類似過去表現，基準人生階段投資組合是 29 歲時 85%股票、60 歲時 15%股票。分析結果是：到 65 歲退休時，打工仔的退休金投資回報分佈的中位數為 3.4%，而虧損概率是 32%，很不理想。

另一重量級學者 James M. Poterba，是麻省理工的經濟學教授，在 2006 年的論文，以 1400 個家庭資料作實證研究。研究發現，人生階段組合是可以由一個傳統組合替代。這個傳統組合，股票比重是各時期人生階段投資的股票比重平均數，它在退休時的回報分佈是和人生階段組合同樣無異。Poterba 同時指出，打工仔的使用函數 (utility) 和投資組合關係，是受股票預期回報、打工仔的風險厭惡程度、和打工仔退休時的財富所影響，人人不同，難以標準化。

Bridges 等人在 2010 年的研究，更加深入、細緻。他們的研究，根據 12871 個在 1915-1942 年出生的打工仔的真實資料，配合 1926-2008 年美國股市和債券的表現，假設他們投資在不同的人生階段組合，以隨機類比法分析這些打工仔的退休金投資的可能回報。結論是：這些人生階段組合雖然可以有效降低組合的虧損風險，但不能避免虧損；決定退休時投資總回報的主要因素，不是投資組合的股債變化，而是何時開始投資，即打工時是否遇上股市牛市。

Q2: Yes / 同意

Q2 Comment / 意見: -

Q3: Yes / 是

Q3 Comment / 意見: -

Q4: No / 不同意

Q4 Comment / 意見: 通脹掛鈎投資更勝人生階段組合

Bridges 等人的研究，其中一個基準組合是只投資在美國的通脹掛鈎債券 TIPS。這個組合不單不虧錢，而且平均回報和人生階段投資組合相差不多。更重要的是 TIPS 組合的回報是與通脹掛鈎，是唯一讓打工仔的退休金能夠保持購買力的組合。Bridges 等人認為，人生階段組合不一定是打工仔退休金的最佳選擇，TIPS 組合更有優勢。

Bridges 等人鍾情 TIPS 組合，也有其他學者和應。著名經濟學者 Zvi Bodie（投資學必備教科書 *Investments* 的主要編者）是專長研究人生階段投資和退休投資。Bodie 在 2003 年出版的書，倡議投資者的退休準備，應該是投資在梯級式通脹掛鈎債券組合（*laddered portfolio of inflation-indexed bonds*），而政府有責任發行或管理這些通脹掛鈎債券組合。

Bodie 在 2007 年的一篇論文，進一步以理論證明，人生階段投資組合，對某些打工仔不是合適和最佳組合。對於家庭財富不多、靠工資收入維生、厭惡風險的打工仔，最佳的退休投資組合是退休時到期的 TIPS 組合。Bodie 在 2012 年的論文，認為發行通脹掛鈎債券是政府理所當然的責任，更為政府籌謀獻策，提供 3 個方法讓政府輕易管理通脹掛鈎債券的通脹風險。

美國另一殿堂級經濟學者，哈佛大學教授費爾德斯坦（Martin S. Feldstein），曾經是列根任總統時的首席經濟顧問，亦是現在的總統經濟復甦顧問委員會（*President's Economic Recovery Advisory Board*）成員，被稱為供應學派之父。10 年前美國檢討社保制度，費爾德斯坦便提議加入以 TIPS 為主的保持購買力組合，並寫了多篇論文支持其論點，其中的“Reducing the Risk of Investment-based Social Security Reform”，常為學者引用。

Q5 Comment / 意見: 可以容許產品提供者就預設安排的部分元素自行作出決定。

事實上，如果是接受我建議的通脹掛鈎投資，以香港情況，即是投資 iBond 的債券組合，用“買入持有到期”（*buy-and-hold-till-maturity*）的投資策略。通脹掛鈎投資，會是類似保險公司的 *asset-liability management* 策略，*immunisation* 的安排和打工仔的年齡分佈有關，各公司不同。

Q6: Yes / 同意

Q6 Comment / 意見: 你我都知道，通脹掛鈎投資的管理費可以非常低。

Q7: Yes / 同意

Q7 Comment / 意見: 要把行政開支進一步減低，就需要檢討、改變現在 N 個 scheme providers and trustees 和強積金架床疊屋的結構。

Q8: Yes / 同意

Q8 Comment / 意見: 通脹掛鈎投資是 buy-and-hold-till-maturity 的 passive investment，雖然不一定是指數化投資。（我們做投資的都明白，債券指數是以債券年期劃分，反而不是 buy-and-hold-till-maturity 的被動投資。）

Q9 Comment / 意見: 你們的概念有問題。

股票投資可以是以指數為本的被動投資。

債券投資可以以指數為本，你們可以叫它是“被動”投資，但債券指數化投資是要定期（每個月/季）更換組合的債券，以保持年期符合指數所述。對打工仔來說，債券投資應該是“目標日期”投資，策略是持有到期滿，而這樣就不是指數化投資了，因為沒有單一的債券指數參考。

Q10: Yes / 同意

Q10 Comment / 意見: -

Q10 Preference / 較可取的名稱: MPF Basic Investment Fund (emphasizing its design as a basic investment approach for retirement savings)

Q11: Yes / 同意

Q11 Comment / 意見: -

Q12: Yes / 同意

Q12 Comment / 意見: -