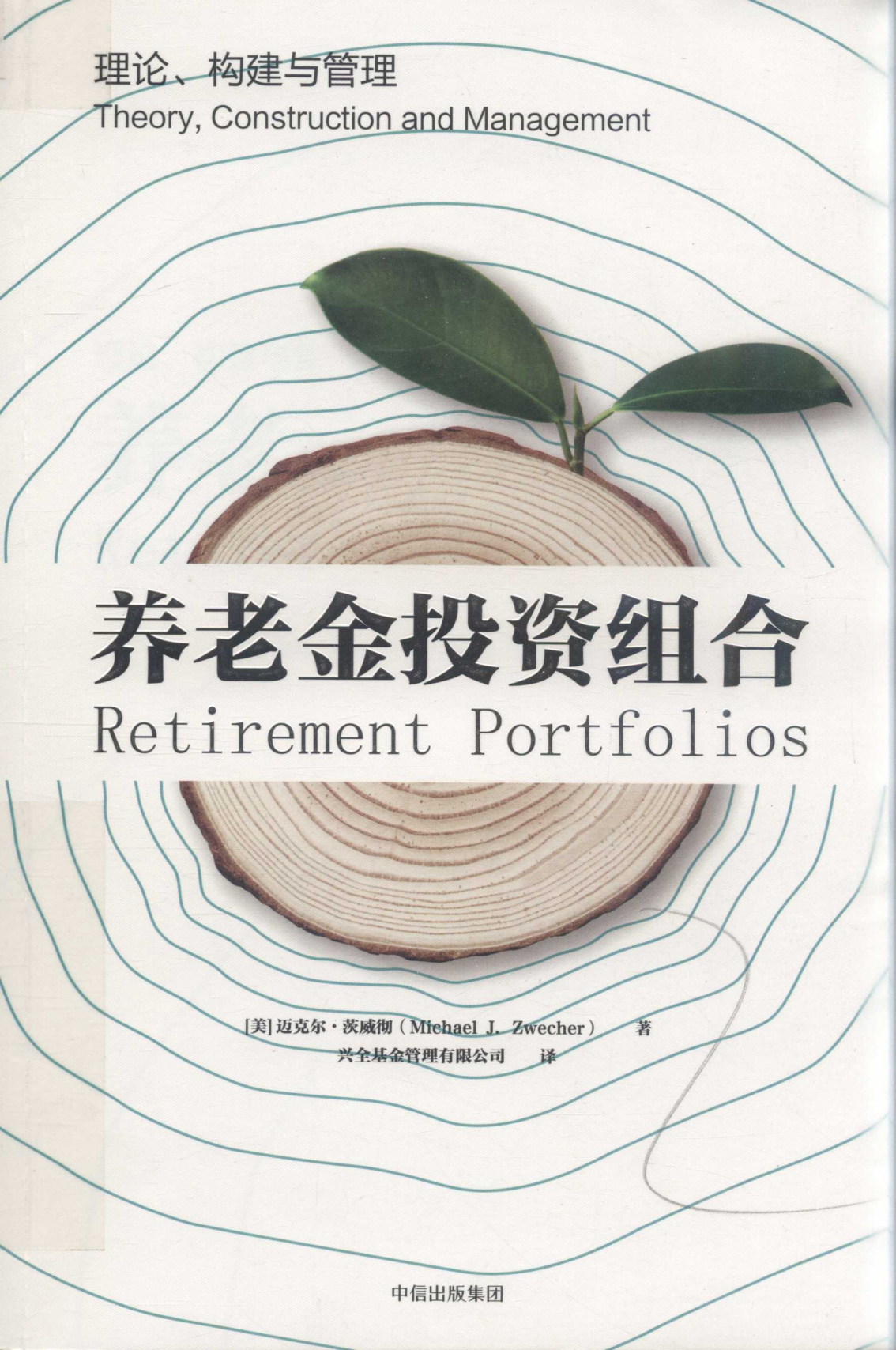


理论、构建与管理

Theory, Construction and Management



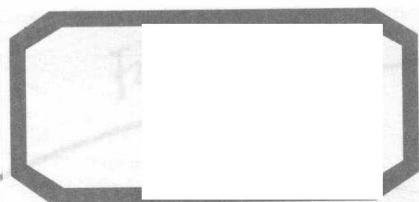
养老金投资组合

Retirement Portfolios

[美] 迈克尔·茨威彻 (Michael J. Zwecher) 著

兴全基金管理有限公司 译

中信出版集团



理论、构建与管理 Theory, Construction and Management

养老金投资组合

Retirement Portfolios

[美] 迈克尔·茨威彻 (Michael J. Zwecher) 著

兴全基金管理有限公司 译

RFID

图书在版编目 (CIP) 数据

养老金投资组合 / (美) 迈克尔·茨威彻著; 兴全
基金管理有限公司译. -- 北京: 中信出版社, 2019.1

书名原文: Retirement Portfolios: Theory,

Construction and Management

ISBN 978-7-5086-9711-6

I . ①养… II . ①迈… ②兴… III . ①退休金-投资
IV . ① F241.34

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 245815 号

Retirement Portfolios: Theory, Construction and Management by Michael J. Zwecher.

ISBN:978-0-470-55681-8

Copyright ©2010 by Michael J. Zwecher.

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons . No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

Chinese translation copyright © 2019 by CITIC Press Corporation.

All RIGHTS RESERVED

本书仅限中国大陆地区发行销售

养老金投资组合

著 者: [美] 迈克尔·茨威彻

译 者: 兴全基金管理有限公司

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 21.25 字 数: 192 千字

版 次: 2019 年 1 月第 1 版

印 次: 2019 年 1 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2018-7471

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-9711-6

定 价: 69.00 元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

退休并开始养老是财务规划中的一个重要阶段。但在养老金规划方面，很少有理财顾问认为自己有足够的竞争力。

构建养老金投资组合是理财顾问当前面临的最困难也最紧要的任务之一。金融危机和“婴儿潮”一代步入退休年龄等因素，都令这一任务更加艰巨。对理财顾问来说，帮助客户配置并构建投资组合以获得退休后可持续的收入势在必行。

兴全基金管理有限公司（简称“兴全基金”）是一家享有较高美誉度和知名度的公募基金管理公司。根据海通证券的数据，兴全基金过去5年的股票投资能力和债券投资能力均居行业第一位，总资产管理规模超过2 762亿元（截至2018年9月30日）。近11年来，兴全基金共荣获48座金牛奖和9次“年度十大金牛基金公司”荣誉称号。



扫码关注



从中国看世界 把时间变成历史

迈克尔·茨威彻 (Michael J. Zwecher)

养老金投资组合方面的知名专家。威斯康星大学麦迪逊分校金融学博士。现任养老金行业协会 (RIIA) 课程委员会联合主席。他所编写的指引、参与设计的产品及其组合构建方法,吸引了众多理财顾问和客户的关注。

曾任职于美林证券10年以上,在风险和财富管理部门担任要职,并在金融产品部门负责制订企业管理战略解决方案。在加入美林证券之前,曾在德勤担任咨询师,曾任福特汉姆大学工商管理研究生院助理教授以及威斯康星大学麦迪逊分校客座副教授。



MURPHY | 领先的专业知识
中信出版·墨菲 | 服务提供商

图书策划 中信出版·墨菲

策划编辑 许志

责任编辑 韩烁

营销编辑 陈晨

装帧设计 無同

出版发行 中信出版集团股份有限公司

服务热线: 400-600-8099 网上订购: zxcbs.tmall.com

官方微博: weibo.com/citicpub 官方微信: 中信出版集团

官方网站: www.press.citic

此为试读, 需要完整PDF请访问: www.ertongbook.com

本书献给我的女儿奥利维亚 (Olivia)、玛娅 (Maia) 和佐伊 (Zoe)，她们让每一天都充满意义，我保证我永远不会从父亲这一“职位”退休。

个人养老规划领域的大机遇和大挑战

美国的理财顾问常常被客户提问：“我为什么要买你的服务？”每个市场都有类似的情形，客户只愿意为专业且有效的理财建议买单。所以，如果你想在新时代成为一名成功的理财顾问，我建议你认真阅读这本书。在未来很长一段时间内，个人养老业务将蕴含巨大的机遇，而这本书对于理财顾问专业能力的提升和业务的拓展有极大的帮助。

2018 年是个人养老账户的元年，个税递延型养老保险试点启动，养老目标基金成立，接下来，部分公募基金也可能被纳入个税递延账户，账户扩容之势可见一斑。个税递延对老百姓有巨大的吸引力，加上传统养老模式的力有未逮，国内的个人养老金规模将会飞速增长。以美国市场为例，截至 2017 年年底，美国养老金总规模突破 28 万亿美元，其中，个人养老金的占比达 80%。国内的个人养老市场刚刚起步，预计个人养老咨询将成为投顾领域最有前景的子市场之一。

帮客户做好养老金组合规划并非易事。一方面，个人养老金投资在国内是新事物，大部分理财顾问很少接触相关业务，理论储备和实践经验几乎都是空白；另一方面，养老金投资不同于普通的理财规划，具有显著的长期属性，需要与用户的生命周期匹配，目标上在追求稳健的同时，更要在长寿风险增加的情况下实现更高的长

期回报。养老金投资组合的复杂性也对相关从业人员提出了更高的要求。因此，国内的理财顾问迫切需要一套体系完备且行之有效的方法论，来指引他们应对客户越来越多的个人养老理财需求。

在此背景下，我们翻译了这本主要面向理财顾问的《养老金投资组合》，希望从个人养老已相当成熟的美国市场汲取经验，学习他们如何动态地管理养老金投资组合。构建投资组合就好比烹饪，原料可能相差不多，但经不同厨师加工后，菜肴的味道迥异。这本书致力于帮助每一位理财顾问成为“大厨”，用专业独到的投资组合规划建议让客户获得美味的“菜肴”。

《养老金投资组合》的内容系统全面。其详细之处，既在于理论模型和具体实践的高度结合，有理有据；也在于通过丰富的案例为不同生存状态下的投资者提供个性化解决方案，读者可以对号入座找到适用的操作方式；还在于全方位覆盖了生命周期的现金流分析、家庭资产负债表、动态平衡、主动风险管理等诸多与养老金投资相关的要点，读者可以通过关键词搜索的方式针对性地查询所需内容。

除了严谨的方法论，本书也不乏深刻有趣的观点，甚至颠覆了一些投资者深以为然的观念。比如，本书的背景是2008年金融危机后，很多居民的养老金遭受了巨大损失，作者认为十分有必要提醒投资者保本对于养老资产的重要性，年金并非最佳选择，最好投资于债券或债券基金，保本之外有余力再适当投资风险资产，以追求更高的超额收益。再比如，市场波动对30岁左右的年轻人来说是“朋友”，对65岁的退休老人来说却是“敌人”，无论哪种配置策略都非持续性的“灵丹妙药”，养老金投资组合需要配合生命周期做动态调整。

本书虽然主要面向理财顾问，但对个人投资者和机构投资者也大有裨益。作为个人投资者，你可以通过浏览本书加深对养老金投资的了解，从而更高效地向理财顾问表述自身的需求，降低沟通成本。对

于机构投资者，本书提供了很好的借鉴：如如何设计出更契合养老金配置需求的产品，并在投资管理中充分把握养老金资产的属性等。

医疗技术越发达，居民可以生存得越久，人口老龄化本身体现了社会的进步。我们可以看到，在越发达的经济体中老龄化率往往越高。我们的恐惧不是来自老龄化，而是来自没有做好充分应对人口结构变化的准备。2018年，个人养老的“第三支柱”正式起步，这是一件有利于国计民生的大事，其建设和壮大需要大家的齐心协力。

兴全基金管理有限公司（简称兴全基金）在经营过程中始终坚持履行社会责任，是第一家将社会责任投资理念引入国内的公募基金，在过去几年内成立了多只社会责任投资专户产品，自2006年开始，持续为公益累计投入超过1.1亿元。在国家推动个人养老体系建设的过程中，兴全基金高度重视并参与其中，希望为个人养老体系的建设贡献自己的力量。兴全基金对海外养老金制度、运作机制、养老金资金特性等做了充分的研究，目前已经获批了一只养老目标基金产品，希望将长期以来形成的价值投资、责任投资的投资理念，运用于养老金的投资运作管理。

我们相信，作为“第三支柱”的个人养老金投资会对中国的居民养老问题产生极其深远的影响，养老金投资需尽早规划，更需用妥当的方式规划，积跬步以行千里。从这个角度来看，无论对理财顾问，还是个人投资者和机构投资者，《养老金投资组合》均具有一定的参考借鉴意义，希望读者能从中获益。

兴全基金管理有限公司董事长

中国证券业协会监事长

兰荣

2018年11月

2009 年及以前的生活

“我为什么要买你的服务？”

这是很多理财顾问会被问到的问题。提问的客户当时的态度可能是真诚的，也可能是不屑的，但这是个很实在的问题。零售金融服务的业务模式基于一个美好的“愿景”，但缺乏明确的目标；用 MBA（工商管理硕士）的术语来说，该业务模式出售“希望”，而没有向客户提供任何明确的可交付成果。

自 1981 年开始的 25 年间，基于“愿景”的业务模式十分成功。随着富裕阶层的扩大，投入各领域的资产使市场蓬勃发展。理财顾问可以出售“愿景”，市场通常可以为进行理财规划的人^①和退休人员提供令其满意的回报。偶尔出现的小“风暴”^②也可以被很好地处理，而这些小“风暴”就是这个业务模式的一部分。与其他业务模式类似，销售不是该业务模式的核心，金融市场业务模式的核心驱动力是“预期差”。这种业务模式的重点在于提高业绩预期，而不是最后的业绩结果。这样的业务模式暗含较高的风险，

① 进行理财规划的人是指在合意风险下追求期望收益最大化的投资者，此类投资者与退休人员的区别在于，前者的资产足够多，不需要考虑变卖自己的资产用于消费（可理解为投资时只需考虑风险收益率的高净值客户）。

② “风暴”指市场下跌。——译者注

使客户容易暴露于金融“飓风”之中。

2007年年初，自汇丰控股出人意料地减记其抵押贷款开始，一场金融风暴朝华尔街袭来。2007年6月，两只贝尔斯登（Bear Stearns）对冲基金的破产清算昭示着事态迅速恶化。信贷市场很快就开始崩塌，企业借款人，尤其是通过短期票据融资的债务人无法偿还和续借债务。资产支持商业票据（ABCP）市场、标售利率证券（ARS）市场、浮动利率债券（FRNs）市场及整个回购市场都陷入沉寂。尽管美联储削减了利率并向市场注入流动性，但贝尔斯登、美国国际集团（AIG）、雷曼兄弟（Lehman Brothers）仍然相继倒闭，美林（Merrill）、摩根士丹利（Morgan Stanley）也处于破产的边缘。

2007—2009年的事件对客户来说是双重打击：房地产市场的疲软影响了客户的资产负债表，并拖累了经济增长；而金融体系的崩溃几乎把经济推向危险的“悬崖”边缘。所有类别的资产受突如其来的冲击而出现暴跌，就好像金融业的“埃博拉病毒”（Ebola）一样，许多经营零售客户业务的投顾公司自身也遭到重创。这些公司要为自身的不作为承担主要责任。一个管理层决策连续失误、向资不抵债的深渊滑落、在国会公开乞求政府救助的金融投顾公司，提供的资产配置建议还有什么价值？对于客户来说，这意味着基于节俭和延期消费的计划被破坏；对于理财顾问来说，这影响了他们自身的投资收益，也影响了他们的职业生涯。

恐慌之后，一些人看到客户的投资组合亏损、与客户的关系受损，就迅速宣告零售模式“死亡”。在笔者看来，基于“愿景”和“大概率事件”进行销售的业务模式应该不会“死亡”，但一定会消沉一段时间，甚至可能会消沉十年之久。客户正在重新评估他们构建投资组合的策略，这意味着原有的业务模式将会进化或出现新

的业务模式。

过去，我们十分推崇追求高阿尔法^①（alpha）收益的投资理念（基于风险收益，提高单位风险的收益预期）。遗憾的是，那些所谓的阿尔法，实际上要么是流动性溢价，要么是非线性风险溢价。这些溢价在正常的市场环境中逐渐被持有人获得。在2008年的市场中，流动性不足就像压倒骆驼的最后一根稻草，以前被认为不可能的事情却发生了。在大多数情况下，以高阿尔法为卖点的产品，通常向投资者销售一个美好的“愿景”，但在某些特殊市场环境中截然不同。理财顾问需要一个既能满足客户的收益期望，又能抵御一定市场波动、满足客户未来消费需求的商业模式。

尽管发生了许多事情，但有个消息能让我们略感宽慰。我们可以通过市场已有的资产品种构建抵御市场震荡的投资组合。就好比烹饪，尽管原料类似，但菜品最终的口味可能大不相同。对于很多人来说，这意味着他们可以保留自己熟悉并且乐于持有的投资组合类型。对于理财顾问来说，业务模式的改变是从量变到质变的自然过程。可以确定的是，我们需要重新思考并改变一些做法。对大多数人来说，没有必要采取过去的老方法：退休储蓄并不容易，但你可以建立合理的投资组合以抵御市场风险并维持合意的生活方式，同时留有享受更好生活的可能。

客户延迟消费并进行储蓄是有原因的。构建投资组合不是纯粹为审美需要而设计“花园”，而是一种为未来需求做好准备的手段。客户希望在未来需要的时候获得足够的资金，并愿意为此承担一定的风险。对理财顾问来说，这意味着切实保证客户在未来的基

① 阿尔法是指相对市场平均回报的超额收益，且这种超额收益能够被规律、可靠地挖掘。理财顾问可以向渠道客户销售以高尔法为卖点的产品。

本收益很重要。但同时，这并不表示要完全规避风险。相反，我们只需要进行风险监测，并在合适的时候进行风险分散。

现在正是反思的好时机，反思理财顾问能做什么，反思如何改进业务模式并重新赢得客户的信任。理财顾问需要提供的不仅仅是市场知识、产品知识、交易和其他各项建议，而应当更多地挖掘自身作为服务提供方的相对优势。本书旨在帮助理财顾问和个人投资者利用这一相对优势，力求在投资组合的构建和管理阶段实现价值增值。

在传统业务模式中，理财顾问需要把对产品和市场环境的理解与自身的销售“嗅觉”结合在一起。在本书中，我们对风险收益的理念做了拓展，力求创建一个既符合理财顾问的工作习惯，又满足客户定制需求的业务模式。同时，我们还介绍了理财顾问为客户的资产增值的其他方式，特别是，作为一名理财顾问，不因为同时管理自己的情绪和客户的投资组合，而让自己的行为受主观因素影响。无论客户是否将投资组合全权委托，理财顾问对市场的跟踪观察的优势意味着其可以在条件满足（非全权委托）或条件合理（全权委托）的情况下采取更快速、果断的行动。

对于大多数人来说，养老金组合管理几乎是最不透明、最昂贵、最令人焦虑的财务规划。好消息是，这个状况可以被改变。坏消息是，截至 2008 年，只有一小部分理财顾问有能力构建满足客户退休需求的投资组合。客户无法向 401(k) 的管理人员寻求解决方案；401(k) 的管理人员会寄给你一份适用于大多数退休人员的小册子，里面写满陈词滥调。但对于客户而言，这些小册子没有任何作用。大多数情况下，那些 401(k) 的管理人员未得到可提供投资建议的正式授权，也无法满足客户的定制需求。询问不在“菜单”上的内容完全是在浪费时间。而这一现状对于理财顾问来说，

正是一个机会。

如果方法得当，构建基于养老目标的投资组合并不像大多数人想象的那么难。只要积累了相关知识，你就可以分析客户的情况，并向他们展示如何进行管理以消除他们的困惑。通过了解客户的现状以及他们的诉求，你可以更好地采取行动以达到理想的效果。

理财顾问和客户需要知道的大部分内容都浅显易懂——这是有意义的。本书大部分内容是面向金融专业人员的；如果你的目标只是了解需要做什么，并能够与你的理财顾问进行明智的交谈，那么你可以略过书中关于技术细节的部分。本书的每一章旨在增进了解，提高专业性。看完本书，你至少会对需要做什么有更好的了解，即使你跳过了关于如何做或如何做好内容。

本书的大部分内容是说明性的而非技术性的。如果你感兴趣并且有耐心，那么本书的每一章都会对你有所帮助，本书中关于组合构建和主动风险管理的内容较抽象，但笔者已经尽量减少抽象的描述并增加具体的例子。书中部分内容涉及所使用方法的理论，这些理论对于想要了解那部分内容的读者来说十分有用。

对于理财顾问来说，在阅读本书的过程中，你将花大部分时间学习如何进行操作，及如何为客户创造更多价值。大部分内容集中在如何保障客户退休后的保底生活以及满足客户更高层次的消费期望。你还将获得一系列可用于和客户沟通的产品列表。本书介绍的方案都经过长期实践的检验。你的工作是了解客户的偏好，并选择最适合他/她的方案。对于个人投资者来说，你可以通过阅读本书来学习自行管理养老金或者选择合适的理财顾问代为理财。

在写本书时，笔者没有收到任何公司的资金。笔者写本书的目的是进行投资者教育，或者帮助理财顾问更好地开展业务。因此，本书旨在帮助专业人员了解如何管理资产组合，以满足客户的养老

消费需求。部分读者可能会发现本书很有用，本书不仅仅是对普通读者的简单指导。对于专业人员，笔者试图提供一个解决方案的框架，以便其扩展到自己的客户群。这些专业人员可以是：

- 代理下单的销售人员。
- 募资人。
- 投资组合经理。
- 保险规划师。
- 财务规划师。

第一部分：提出问题

第一部分（第一至五章）介绍了本书的背景，讨论了人们退休后的收入来源。前面几章聚焦于如何解决养老金投资组合的构建问题。若将本书看成一个解决问题的过程，则第一部分旨在帮助你了解关于投资组合问题的重要方面，随后的第二至四部分将逐步展开解决相关问题的细节。

第一章“聚焦投资组合和生活阶段”，介绍了退休生活规划绝不能简单等同于传统的理财规划。

第二章“自上而下的视角：养老金投资的经济学模型简介”，概述了经济学家过去 40 年的理论研究成果，以及与养老有关的投资组合的配置决策。这里提供了一个有用的方法来解决这个问题，并将问题分为两部分：满足客户的保底支出需求和满足客户更高层次的消费需求。第一部分中其余内容的重点是讨论如何满足客户的保底支出，我们将满足客户更高层次的消费需求放到第二至四部分。在第二至四部分，我们将讨论投资组合的具体配置和养老金投资组合的风险管理流程。

第三章“保底投资组合的重要性”，介绍了保底投资组合以及用于构建保底投资组合的产品类别，并进一步介绍了如何将需求与资源匹配，目的是实现我们期望的生活方式。

第四章“货币化死亡风险：年金和长寿保险”，从风险的角度，讨论了与寿命相关的产品是如何运作的，以及个人货币化死亡风险的能力。目前，约有 15% 的养老资产持有保险产品，例如年金。对很多人来说，这是他们唯一持有的养老产品。其实，还有很多保险产品，大多数个人投资者对其不甚了解。第四章的目标是增进客户对保险产品的了解，并配合第三章帮助客户确定保险产品是否适合自己。

第五章“利用资本市场产品构建保底投资组合”，简要介绍了如何利用资本市场产品来满足保底支出需求。这虽然不是一个全面的指导，但本章与第四章一起提供了一个视角，帮助我们了解了用标准的有价证券（如股票和债券）保障生活方式的可能性。读者可结合第三章的内容，来理解第五章有关保底投资组合的概念。

第二部分：构建养老金投资组合

第二部分旨在帮助你从“纸上谈兵”转换到付诸行动，这是一个从量变到质变的过程。在这一部分，我们从一些简单的养老金投资组合的构建开始，这与传统的投资理财理念类似。我们有两个目标：第一个目标是，向理财顾问和个人投资者阐述，通过从传统的理财规划自然地向养老金投资组合的转变，我们可以为退休生活做好准备；第二个目标是，证明构建养老金投资组合并不一定要有剧烈的转变，转变应能让客户接受，并具备可拓展性。

第六章“构建养老金投资组合”，介绍了养老金投资组合的基本构建方法。对于那些仍在工作或处于退休前财富积累阶段的人来

说，本章介绍了养老金投资组合构建的具体方法。对于所提供的投资组合的构建方法，个人投资者可直接使用，专业人员可用来向多个客户提供服务。第六章的最后一部分提供了 11 个关于使用应税和税收优惠账户常见陷阱的清单。

第七章“根据年龄和生活方式构建实用的资产配置组合”，提供了一些资产配置的实例，帮助读者理解构建完整养老金投资组合的实用功能。本章提供了与生活必要支出、长寿风险、预防性需求相关的资产配置指导。我们还讨论了保障生活方式与个人风险承受能力的关系。第七章有助于读者厘清保险产品与债券等标准资本市场产品的区别。

第三部分：管理养老金投资组合

不管是被动管理还是主动管理的投资组合，都需要我们随时监控并进行重点分析。对于被动管理的投资组合，我们的目标是将投资组合维持在约定的配置比例上。对于主动管理的投资组合，我们的目标是在限定的风险范围内寻求更高的回报，但这一风险不能危及我们退休后的保底资产。

第八章“养老金投资组合的再平衡”，介绍了即使你为养老金建立了被动投资组合，也需要定期进行再平衡以达到配置的目的，并避免过度的风险暴露。我们这里谈到的再平衡是针对养老金投资组合的，这与传统的理财规划有所差异。在我们的案例中，再平衡是一个微妙但不困难的问题。传统的再平衡方式，对于投资组合中可自由支配的财富部分仍然适用。

第九章“养老金投资组合的主动风险管理”，展示了在保障保底投资组合的基础上，如何主动进行风险管理。我们介绍了如何审慎地暴露风险，以获得更高回报。值得注意的是，通过历史收益分