



BEHAVIOURAL FINANCE FOR PRIVATE BANKING

[美]索尔森·亨斯
Thorsten Hens
[美]克雷门纳·巴克曼
Kremina Bachmann
张春子

著
译

私人银行的 行为金融



私人银行洞悉高净值客户
真实需求的指南针



BEHAVIOURAL FINANCE
FOR PRIVATE BANKING

私人银行的 行为金融



[美]索尔森·亨斯(Thorsten Hens) [美]克雷门纳·巴克曼(Kremena Bachmann) 著 张春子 译

索尔森·亨斯 (Thorsten Hens)

德语区 (德国、瑞士和奥地利) 十大经济学教授之一, 瑞士金融研究所 (SFI) 研究员, 经济政策研究中心 (CEPR) 成员, 挪威商学院客座教授, 斯坦福大学、比勒费尔德大学 (Bielefeld University) 和苏黎世大学教授。从2007年开始担任瑞士金融学院主任, 从2003年开始担任NCCR-Finrisk 的科学协调员。在波恩和巴黎从事研究工作, 研究内容包括但不限于行为和进化金融学。在研究投资者如何进行决策的过程中, 亨斯教授把重点放在了心理学, 并将生物学的有关知识应用到研究中, 以更好地了解金融市场的运作机理。他的咨询经验包括将行为金融学应用到私人银行领域, 将进化金融学应用到资产管理领域。

克雷门纳·巴克曼 (Kremena Bachmann)

圣加仑大学 (HSG) 金融学硕士、苏黎世大学金融学博士。已获得瑞士金融研究所的博士后研究岗位。曾在苏黎世大学经济学实证研究所获得研究岗位。研究内容包括行为金融学和投资管理。教学经历包括在苏黎世大学和瑞士投资专业人员培训中心 (AZEK) 讲授行为金融学和财富管理。



 MURPHY 领先的专业知识
中信出版·墨菲 服务提供者

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 无问

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

私人银行以帮助高净值客户实现私人财富保值增值为目标，需要洞悉客户的真实需求，在客户进行投资时避免其陷入心理困境。行为金融学以人们的心理、认知、情感以及社会因素为基础，发现投资者决策行为的特点与规律，所以能为私人银行有效理解和引导客户需求提供科学的依据。

《私人银行的行为金融》为私人银行提供了一种应用行为金融学的工作框架和实用工具，即私人银行在为高净值客户提供金融服务时，如何依据不同客户的不同目标、态度、行为等评估其风险状况，并据此进行最优资产配置及最佳投资决策。

《私人银行的行为金融》从理论出发，结合大量的实践案例，阐述了当前私人银行业务发展所面临的挑战以及文化差异对全球经济的影响，并提供了大量切实可行的方案，以指导私人银行有效利用资金，调整并优化资源配置。

通过《私人银行的行为金融》一书，你可以学会：

- 对客户进行风险画像。
- 按照客户的风险画像找到最优资产配置方式。
- 从客户需求出发，配置最优投资组合。
- 在投资过程中，把握进行再平衡的最佳时机，规避风险并实现收益最大化。
- 针对客户不同生命周期调整资产配置。

《私人银行的行为金融》提供了一种有价值的分析方法，使私人银行从业人员在财富管理过程的每一步都能够改进服务质量。

扫码关注



索尔森·亨斯 (Thorsten Hens)

德语区 (德国、瑞士和奥地利) 十大经济学教授之一, 瑞士金融研究所 (SFI) 研究员, 经济政策研究中心 (CEPR) 成员, 挪威商学院客座教授, 斯坦福大学、比勒费尔德大学 (Bielefeld University) 和苏黎世大学教授。从2007年开始担任瑞士金融学院主任, 从2003年开始担任NCCR-Finrisk的科学协调员。在波恩和巴黎从事研究工作, 研究内容包括但不限于行为和进化金融学。在研究投资者如何进行决策的过程中, 亨斯教授把重点放在了心理学, 并将生物学的有关知识应用到研究中, 以更好地了解金融市场的运作机理。他的咨询经验包括将行为金融学应用到私人银行领域, 将进化金融学应用到资产管理领域。

克雷门纳·巴克曼 (Kremena Bachmann)

圣加仑大学 (HSG) 金融学硕士、苏黎世大学金融学博士。已获得瑞士金融研究所的博士后研究岗位。曾在苏黎世大学经济学实证研究所获得研究岗位。研究内容包括行为金融学和投资管理。教学经历包括在苏黎世大学和瑞士投资专业人员培训中心 (AZEK) 讲授行为金融学和财富管理。



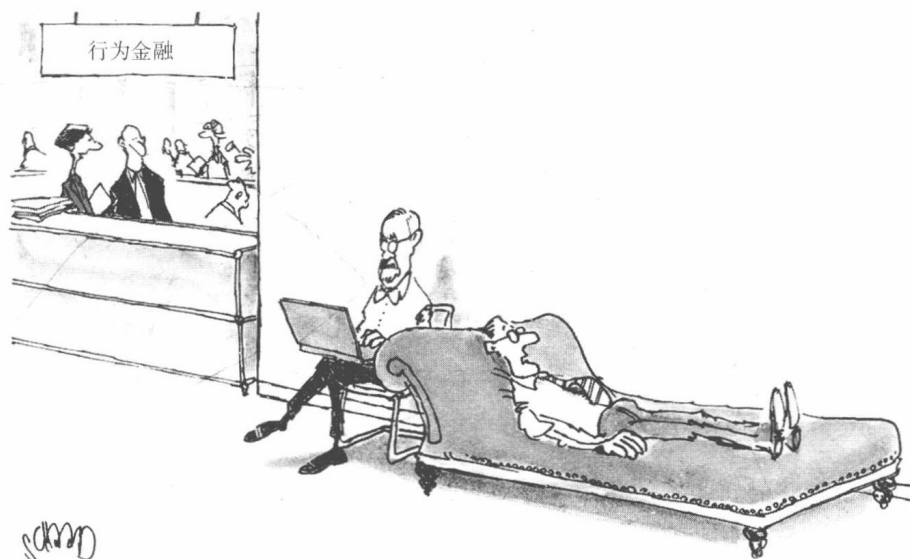
 MURPHY | 领先的专业知识
中信出版·墨菲 | 服务提供者

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 无问

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



“我们不要打扰他们，他们正在制定新的投资策略！”

资料来源：费利克斯·夏德（Felix Schaad），《每日导报》（Tages-Anzeiger），2004年5月28日。

行为金融学是指将心理学与金融学结合起来的研究领域。它起源于决策理论——主要涉及在不确定性条件下进行决策可能出现的心理困境。私人银行业务是商业银行向高净值客户提供的一系列个性化金融产品和服务的总称。具体而言，私人银行的服务主要包括私人银行理财顾问提供的投资咨询，以帮助高净值客户在金融市场进行投资时避免陷入心理困境，实现个人财富保值增值的目标。因此，行为金融学能够为私人银行的发展提供一种具有一定科学基础的分析框架。

私人银行客户的高额财富使私人银行家可以根据客户的风险承受能力、风险偏好、风险意识等要素量身定做个性化的金融产品和服务。在私人银行内部，理财顾问在向高净值客户提供这些重要服务的过程中发挥着非常关键的作用。他们需要对金融市场和客户需求有非常深入的了解。在传统金融业的发展过程中，均值-方差分析、有效市场假设和衍生定价理论等发挥了重要的作用，已经成为非常好的了解金融市场的分析模型，但是这些知识对于了解私人银行客户是不适用的。一方面，传统金融学忽视了个人的行为偏差，从而使理财顾问不能更深入地了解客户在投资过程中可能出现的许多反应；另一方面，传统金融学集中于简单的风险概念——方差。这一概念既不适合大多数私人投资者，在应用于现代对冲基金和组合化产品时，也不能形成理性决策。因此，为了向私人银行客户提供高质量的服务，大部分理财顾问都需要掌握一些行为金融学知识。如果没有这些知识，那

些仅掌握传统金融学知识的理财顾问就不能为客户进行最优的资产配置。

本书旨在为私人银行家提供适当的工作框架以及一些实用的工具，以弥补上述缺失^①。为实现这一目标，我们对本书做了如下安排。

在对当前私人银行面临的挑战进行简单介绍之后，我们重点对行为金融学的基础——决策理论进行深入阐述。现代决策理论有三个主要的理论模型：期望效用理论、前景理论和均值-方差分析。期望效用理论澄清了哪些决策是理性的，前景理论描述了哪些决策是最容易观察到的，均值-方差分析则是实际应用中最著名的决策模型。正如我们将要在本书讲述的那样，在收益呈正态分布的特殊情况下，三个决策理论模型是一致的，但是一般而言，它们相互之间是存在差异的。具体而言，前景理论决策可能是理性的，而均值-方差分析可能是非理性的。如果简单地认为“行为是非理性的”而“均值-方差是理性的”，就可能大错特错了。

第三章深入分析了在一般决策过程中最容易观察到的心理困境（行为偏差）。具体而言，我们在书中说明了这些行为偏差在不同文化中存在差异，这一点对于向全球客户提供私人银行服务的商业银行来说，是非常重要的。第四章说明了如何将这些研究成果整合成一种实用的工具——风险画像。风险画像是一种设计精细的调查表，可以评估客户的风险承受能力、风险偏好和风险意识。除了选择最适当的问题，行为金融学还帮助私人银行对客户的反馈进行持续评估。在许多国家，法律规定必须进行风险画像，我们将这一法规规定作为银行提高咨询服务质量的重要契机。

在第五章，我们分析了丰富的组合化产品，这对许多商业银行来说是非常重要的。我们说明了如何从期望效用理论角度和前景理论角

^① 请访问我们的网站 www.bfpb.ch 下载专门为本书创建的 Excel 工具。

度去评估这些组合化产品。此外，我们解释了如何为私人客户设计组合化、个性化的产品和服务。紧接着在第六章，我们对投资的原理进行了深入的分析。我们说明了哪些投资者在投资过程中会调整其投资组合，哪些投资者会获利或增加风险。此外，我们根据在投资组合中应当增加哪些风险资产的份额，为客户提供了像年龄规划这样的一般投资咨询的基础。在随后的章节中，我们分析了投资的生命周期问题。除了时间期限之外，外来收入的增加和消费需求的变化影响了整个生命周期的资产配置。我们还特别研究了行为效应，比如习惯养成和双曲贴现，以及这些因素如何影响客户的投资决策等问题。

在第八章，我们通过财富管理中的实际问题，高度概括了财富管理的主要内容。我们说明了在一般的咨询过程中应当如何充分利用银行可以提供的各种服务。这样的过程一般要把个人的资产负债管理、生命周期、风险分类、投资战略的实施，以及各种文件的有效准备等有机地整合在一起。我们特别强调了文件的框架效应，以及在指导客户如何进行最优的财富投资时，心理账户的重要性。

本书是综合性的。除了文字叙述、举例和案例研究之外，我们通过对一些数学模型的运用，使读者进一步了解了行为金融学在私人银行业务中的应用。案例研究和数学模型一般以专栏的形式体现。读者不看这些专栏也可以对本书有一个大概的了解。我们希望通过这种方式，使本书适用于更广泛的读者。本书可以作为商学院和研究生的初级教材，也可以作为企业高管培训计划的教材^①。作为一门独立的课程，本书也可以作为具有传统金融学知识的人自学行为金融学的材料。

截至目前，有关行为金融学的好书为数不多，在市场上能够找到

^① 本书的确已经被众多大学和研究与培训机构在教学中使用多年，这些大学和研究与培训机构包括卑尔根的挪威商学院（NHH）、苏黎世大学（UZH）、瑞士投资专业人员高级培训中心（AZEK）的高级培训计划、瑞士银行学校（SBS），以及现在的瑞士金融研究所（SFI）。

的有赫什·舍夫林 (Hersh Shefrin) 的两部著作, 以及詹姆斯·门德尔 (James Montier) 的两部著作。本书的独特之处在于它更多地集中在客户咨询而不是资产定价方面。这主要得益于我们在世界上最好的私人银行中心之一工作的经验。不可否认, 本书还得益于我们在前劳伊银行 (Bank Leu)、瑞士信贷银行 (CS)、瑞士联合银行 (UBS), 以及苏黎世州立银行 (ZKB) 所完成的项目, 其他就不再一一列举。

本书与其他有关行为金融学的书难免有一些重叠, 但是核心概念来源于我们在 NCCR-Finrisk (国家研究财务估值和风险管理能力中心) 以及苏黎世大学的优先金融项目 (RPPF) 的研究成果。我们深深地感谢这些项目中的合作伙伴: 首先要感谢恩里科·吉尔奇 (Enrico De Giorgi)、马克·奥利弗·里格 (Marc Oliver Rieger)、亚诺什·迈耶 (János Mayer) 和王梅 (Mei Wang)。此外, 我们还要感谢上述提到的 NCCR-Finrisk, 特别是其研究主任雷基纳·吉布森 (Rajna Gibson) 和马克·切斯尼 (Marc Chesney) 的智力和财务支持。考虑到 NCCR-Finrisk 支持的重点是传统金融学研究领域, 来自它的慷慨支持并不明显。我们感谢 NCCR-Finrisk 以及其研究主任雷基纳·吉布森先生的宽容。最后, 我们同样要感谢在本书的写作过程中提供咨询和评述的许许多多的专业人员。没有威利财经编辑, 特别是皮特·贝克 (Peter Baker) 和艾梅·迪本斯 (Aimée Dibbens) 的帮助和支持, 我们就不可能完成这本书。此外, 本书还大大受益于皮特·羽斯利 (Peter Wüthrich)、多丽斯·舍内曼 (Doris Schönemann)、米拉·温特 (Mila Winter)、克里斯托夫·巴赫曼 (Christoph Bachmann)、尼吕费尔·卡利斯钦 (Nilüfer Caliskan)、玛蒂娜·鲍姆加特纳 (Martine Baumgartner)、马丁·弗尔切克 (Martin Vlcek)、安德烈亚斯·卡姆 (Andreas Kamm)、菲利普·马丁 (Philippe Martin)、理查德·迈耶 (Richard Meier)、亚方斯·柯狄兹 (Alfons Cortes)、蒂埃里·邦纳斯 (Thierry Bonnas)、艾米丽·布吕内 (Amelie Brune) 的评述。最后, 没有来自挪威商学院 (NHH)、苏黎世大学 (UZH)、

瑞士投资专业人员培训中心（AZEK）以及瑞士金融研究所的众多学者的反馈意见，本书也不可能达到其当前广受瞩目的水平。

最后，我们同样要感谢我们的家人，在写作本书的过程中，我们的家人多承担了许多负担，可以说是非常巨大的负担。因此，写作本书说明我们自己也是书中所描述的性情中人，通常也不总是完全理性的，也会受到除金钱以外的其他事情的影响。

缩略符号的含义 XV

第一章

导论 1

- 私人银行业务 1
- 私人银行业务当前面临的挑战 4
- 运用行为金融学改进服务质量 8
- 结论 13

第二章

决策理论 15

- 引言 17
- 均值 - 方差分析 20
- 期望效用理论 29
- 前景理论 49
- 前景理论和最优资产配置 71
- 均值 - 方差理论探悉 82
- 期望效用理论的要点分析 87
- 期望效用理论、前景理论和均值 - 方差分析的比较 89
- 结论 91

第三章

行为偏差 93

- 信息筛选偏差 94

- 信息处理偏差 98
- 决策偏差 115
- 决策评估偏差 121
- 跨期决策中的偏差 123
- 行为偏差与投机泡沫 127
- 行为偏差中的文化差异 132

第四章

风险画像 145

- 应对行为偏差 145
- 风险画像工具及其优点 146
- 设计风险画像工具：一般性考虑 150
- 应用风险画像工具：关于前劳伊银行的案例研究 152
- 基于均值 - 方差分析的风险画像工具 158
- 在风险画像工具中整合行为金融学 162
- 案例研究：比较风险画像工具 176
- 结论 185

第五章

产品设计 187

- 案例研究：梯形波普 189
- 案例研究：DAX 储蓄存折 200
- 最优产品设计 207
- 结论 214

第六章

动态资产配置 217

最优策略性资产配置 219

最优战略性资产配置 236

结论 252

第七章

生命周期规划 255

案例分析：寡妇凯撒尔 256

主要跨期间决策 257

平滑消费 258

生命周期假设 260

行为生命周期假设 261

生命周期的资产配置问题 265

期望效用最大化投资者的生命周期资产配置 267

行为投资者的生命周期资产配置 271

生命周期基金 277

结论 279

第八章

组合化财富管理过程 281

组合化财富管理过程的优点 284

实施组合化财富管理面临的问题	286
新过程对利益冲突的影响	286
在过程中循环往复地学习	287
案例分析：瑞士信贷银行	287
财富管理过程中的心理账户	296
结论	310

第九章

结论和展望 311

主要成果的总结	311
进一步发展的展望	312

参考文献 313

下列符号在本书中使用。

$ARA(\cdot)$ 绝对风险厌恶

α^+ , λ^+ 收益风险厌恶

α^- , λ^- 损失风险厌恶

α^i 投资者 i 的风险厌恶限定因素

b^g 目标 g 的预算

β 损失厌恶

$c = 1, \dots, C$ 序列

$CARA(\cdot)$ 恒定绝对风险厌恶

CE X 的确定增值

$const$ 一个常量

$cov_{k,j}$ 资产 $k = 1, \dots, K$ 和资产 $j = 1, \dots, J$ 时, 收益的协方差

$CRRR(\cdot)$ 恒定相对风险厌恶

d 收益

$DARA(\cdot)$ 递减型绝对风险厌恶

$DRRA(\cdot)$ 递减型相对风险厌恶

δ 指数贴现因子

δ^g 目标 g 的相对重要性

δ^g 目标 g 的权重

Δx 随机变量 x 实现的变化

e 收益

E_U 期望效用

$F(c)$ F 在点 c 的累积分布函数

$g = 1, \dots, G$ 投资目标

γ^+ 收益的概率加权因子

γ^- 损失的概率加权因子

h 习惯养成因子

$i = 1, \dots, I$ 投资者

$IARA(\cdot)$ 递增型绝对风险厌恶

i. i. d 独立和一致分布

$IRRA(\cdot)$ 递增型相对风险厌恶

$j = 1, \dots, J$ 心理账户

$k = 0, 1, \dots, K$ (风险) 资产

K^j 心理账户 j 中资产的细分

λ 资产配置

λ_0 无风险资产的组合权重

λ_k 资产 k 的组合权重

λ^{opt} 最优资产配置

λ_k^T 切线组合 T 的资产权重

λ_k^g 服务于目标 g 的资产 k 的资产权重

L 乐透

m 收益

μ 随机变量的期望价值

μ_λ 组合 λ 的期望收益