

中信金融从书

主编：陈小宪

副主编：苏国新

财富管理

理财顾问客户投资管理指南

[美] 哈罗德·埃文斯基 ©著

张春子 等 ©译

WEALTH
MANAGEMENT



中信出版社 · CHINACITICPRESS

中信金融丛书

主编：陈小宪

副主编：苏国新

WEALTH
MANAGEMENT

财富管理

理财顾问客户投资管理指南

[美] 哈罗德·埃文斯基 ©著

张春子 等 ©译

中信出版社
北京

图书在版编目 (CIP) 数据

财富管理: 理财顾问客户投资管理指南 / (美) 埃文斯基著; 张春子等译. —北京: 中信出版社, 2011. 11
书名原文: Wealth Management: The Financial Advisor's Guide to Investing and Managing Client Assets
ISBN 978-7-5086-3035-9

I. 财… II. ①埃… ②张… III. 投资管理-指南 IV. F830.593-62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 188082 号

Wealth Management: the Financial Advisor's Guide to Investing and Managing Client Assets by Harold
Evensky, CFP

Copyright © Richard D. Irwin, a Times Mirror Higher Education Group, Inc., Company, 1997

Simplified Chinese edition copyright © 2011 by China CITIC Press

Simplified Chinese translation edition jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) Co. and
China CITIC Press.

ALL RIGHTS RESERVED.

本书权限与中国大陆地区发行销售

本书封面贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签, 无标签者不得销售

财富管理——理财顾问客户投资管理指南

CAIFU GUANLI

著 者: [美] 哈罗德·埃文斯基

译 者: 张春子 等

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

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)
(CITIC Publishing Group)

承印者: 北京画中画印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 30.25 字 数: 420 千字

版 次: 2011 年 11 月第 1 版 印 次: 2011 年 11 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2008-3443

书 号: ISBN 978-7-5086-3035-9/F·2459

定 价: 68.00 元

版权所有·侵权必究

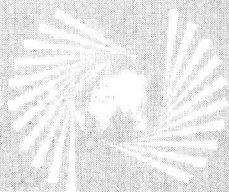
凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

网 站: <http://www.publish.citic.com>

投稿邮箱: author@citicpub.com

服务热线: 010-84849555

服务传真: 010-84849000



译者序

近年来，随着中国经济的持续健康快速发展，居民财富迅速增长，富裕家庭的财富积累更是大幅攀升。居民理财意识的显著增强，财富管理需求的日趋多样化和个性化，为中国商业银行推进业务转型、发展财富管理业务提供了良好的市场机遇。但是，全球经济金融不确定性的增加，也对财富管理业务提出了严峻挑战。无论是 2008 年爆发的国际金融危机，还是 2010 年年底以来的欧美主权债务危机，都导致金融市场的流动性和信用度在瞬间发生逆转，投资者信心溃散，资产市场大幅缩水。面对复杂多变的市场环境，人们究竟该如何对个人财富进行科学规划，专业财富管理机构该如何为客户设计个性化、综合化的合理财富管理方案，这些都是非常现实的问题。历史经验和当前经济金融发展的现状充分表明，越是在经济金融动荡的困难时期，专业的金融理财师和财富管理机构越能凸显出其不可或缺的重要性。他们通过为客户提供专业咨询，并制定合理的金融理财方案，帮助客户实现长期的财富增值，平稳渡过今天以及今后可能面临的困难。

这次中信银行组织经济研究专家团队与中信出版社联合翻译出版《财富管理》一书，正是希望通过这样一本具有较强学术理论价值并且对商业银行财富管理业务具有现实指导意义的好书，为客户，为银行的客户经理，为所有关注财富管理的读者带来收获和启迪，希望本书能够在推进国内银行财富管理业务的发展、拓宽财富管理思路等方面发挥一定作用。

本书的作者哈罗德·埃文斯基，曾被《投资顾问》杂志评选为 25 位在财富规划中最具影响力的人物之一。1999 年，他曾因为在投资管理方面的卓越成就而荣获“道·琼斯投资组合管理奖”。哈罗德·埃文斯基先生在法律、会计、投资和金融规划方面具有深厚的理论知识和丰富的实践经验，他曾多次

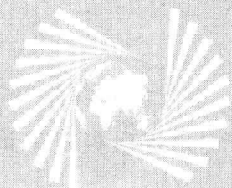
被邀请参加学术演讲，并且他的演讲内容在专业杂志和报纸上被广泛引用。在本书中，哈罗德·埃文斯基先生同样为我们提供了许多精辟的论述和见解。

中信银行经济专家组的同志参与了本书的翻译工作，付出了大量辛勤的劳动。他们是张春子（第3、7、16章），张建（前言、第1、2章），戴薇薇（第12、15章），王磊（第10、11章），皇甫文忠（第13、14章），仲崇岚（第6、9章），刘楹（第5章），冯守尊和邓拓（第4章），王恺伦和郑新广（第8章）等。戴薇薇对部分章节进行了英文校译，张春子对全书进行了终审定稿。此外，感谢中信出版社，特别是策划编辑李淑寒在本书出版过程中给予的大力支持与帮助。

最后，由于时间有限，翻译中的纰漏在所难免，欢迎广大读者批评指正。

译者

2011年10月28日于北京



前言

短期投资客户寻觅大师的点拨，
长期投资客户需要圣贤的指引，
资本市场上根本就不存在大师。

——哈罗德·埃文斯基 (Harold Evensky)

欢迎阅读《财富管理》这本综合类教科书。本书从实践的角度入手，提出了财富投资流程的路线图、市场营销故事、经验教训、基本观点以及从业者的相关建议。

对一个热衷投资组合管理的专业人士而言，搜集并积累大量相关资料相对比较容易（本书中将提供最好的相关资料来源）。目前，虽然有很多关于评价、选择、管理股票与债券的书籍仍在出版，但鲜有满足不同层次财富管理经理需求的专著问世。兴趣相同的专家，只有通过参加专业会议，加入相关专业团体，才能获得启发与指引。鉴于此，我决定撰写本书。

为了有助于确定本书能否满足您的需求，现简述本书的目标读者，以下的个人或单位都是本书的潜在读者：

- 具有大量可投资金，主要目标是在既定风险基础上获得合理回报的个人、养老基金与信托单位。
- 为客户策划投资策略、帮助客户实施投资策略等的专业咨询人员。
- 帮助客户选择经理人和共同基金的咨询人员。
- 代客进行资产投资组合管理的专业人员。
- 自称金融理财规划师的策划人员。
- 提供金融理财规划服务的专业人员。

如果你是金融理财规划师、会计师、保险专家、投资顾问、证券经纪人、信托专家或律师，目前正在为客户提供投资咨询和/或各类资产组合管理服务，阅读本书也将获益匪浅。

理财规划与财富管理

公众（包括一些专业人士）通常难以区别货币管理、资产管理（也称投资组合管理）以及财富管理这些职业。为了避免语义上的混淆，现定义如下：

货币管理经理

货币管理经理是配置投资组合中债券与股票的专家，负责为客户提供专家级的、冷静且独具特色的管理。

财富管理经理与货币管理经理有什么不同呢？两者不仅在客户的来源与人口统计分布上有区别，而且在管理目标上也有差异。如前所述，财富管理经理的客户在理财目标上有很大的不同，而货币管理经理的客户在理财目标上则差异不大。货币管理经理如有将自己打造为国内股市大盘股投资专家的愿景，就有可能制定风险调整后的收益超过标准普尔 500 的管理目标。应该说，选择该货币管理经理的客户，也都有相同的管理目标。

为了争取投资者的信任并获得其资金委托，货币管理经理要向公众宣传其专业技能与资产配置理念。对投资者（客户）而言，其责任是确定投资组合中各种资产（比如中期公司债券）的配比；对货币管理经理而言，其责任是有效管理客户资金。

例如，一个货币管理经理的专业技能可能是管理中期公司债券，其配置理念是：通过分析，发现潜在、未实现的优质公司信用资产。货币管理经理侧重管理其专业技能支持的那类资产，并致力于实施其资产配置理念。在公司债券管理业务中，货币管理经理会详细分析债券契约、公司利润表与盈利前景，并据此对投资组合进行管理。

货币管理经理工作的特点是集中的和机构性的，并致力于其配置理念的实现，其管理目标是公司利润的最大化。货币管理经理在管理资产收益等方

面要与其他机构投资管理者进行比较，故本身也是一个“机构”。

财富管理经理与货币管理经理经常履行相同的职能，故在专业上难以区分。尽管如此，每个专业都有不同的职责，需要不同的技能，并有不同的管理领域。

资产管理经理/投资组合管理经理

随着媒体大力宣传布林森（Brinson）、胡德（Hood）、毕博（Beebower）等学者推崇的资产类别分散投资理论，^① 资本市场受此影响，开始出现一些新营销头衔。低成本资产优化与投资组合管理模型的不断涌现及其市场宣传力度的加大，使得“资产管理专家”这一头衔对从事实际管理工作的人员的吸引力越来越大。从理论上讲，资产管理经理与货币管理经理的区别是：前者侧重对投资组合中的多类资产进行管理；后者则侧重对投资组合中特定资产类别的某个证券进行管理。

遗憾的是，现实中很多“自称”资产管理经理的人都名不副实。他们既不能在“中间人”提供的众多模型设想中进行合理选择与评估，也不能根据优化模型实施相关建议。而且，许多“自称”资产管理经理的专家，根本没有接受过任何专业培训，也不可能设计出满足客户个性化需求的投资组合。这使得“资产管理经理”这个称谓有“不称职专家”之嫌。正如一则广告所说：“一个完整的交钥匙系统应该允许经纪人致力于市场营销与销售！”那些投身在此领域中的从业者，要么需要继续阅读本书，努力成为一名财富管理经理；要么就还干他以前的工作。

财富管理经理——一个崭新的职业

一般而言，财富管理经理多数都是经验丰富的理财规划师。我在理财规划部门工作多年，可以肯定地说，财富管理是金融规划的一个领域。尽管如

^① G. L. Brinson, R. Hood, and G. L. Beebower, “Determinants of Portfolio Performance,” *Financial Analysts Journal*, July/August 1986, pp. 39 ~ 44.

此，目前对理财规划师的内涵仍有争论。为了避免卷入这场争论，我把财富管理称为一个新兴的理财专业（或称金融理财专业）。

与职业理财规划师一样，财富管理经理的工作重点也是客户。财富管理经理致力于客户金融资源的有效管理，并帮助其实现人生的投资目标。虽然货币管理经理并不需要知道其客户的性别、婚姻状况、职业，但财富管理经理必须全部掌握这些信息。此外，还必须掌握其客户的人生梦想、投资目标与担忧的事。作为理财规划专家，财富管理经理要为客户设计个性化的理财方案。为此，要十分关注数据采集、目标制定、金融与非金融问题的确定、备选方案的准备、推荐、实施客户理财规划、定期评价并加以校正。

财富管理经理的工作是全盘性的，是个性化的定制服务。说其全盘性，是因为关于客户的整合财务状况的信息没有不重要的。说其提供的是个性化定制服务，是因为衡量财富管理经理业绩表现的标准不同于其他经理人（他不必努力使回报最大化），而是取决于客户是否成功达成他们的人生目标。

投资规划现状

客户个性化需求可以有多种组合，因此，财富管理经理的客户也各不相同。很多研究文献显示：目前，资本市场上主要有两种指导投资者进行决策的模型，一是多种选项的投资决策模型；二是生命周期的投资决策模型。依据两种模型的投资组合决策，都是从机构投资者的模型角度作出的。

财富管理经理的一个重要职能是，为客户提供不同资产类别的投资组合建议。为了使本书的内容一目了然，应该考虑给那些对投资感兴趣的公众提供一个比较简单的理财工具。

多项选择投资

多项选择投资的资产配置建议，是在对投资者问卷调查结果评分的基础上作出的，其配置过程相对比较简单，即从一系列备选的描述中，投资者须选择与其目标最接近的一个。请仔细研读如下示例：

- 风险最小化是我的投资目标。
- 资本与收益的长期增长是我的投资目标。

此外，调查问卷还要包括 5 ~ 25 个简单问题。如下两个问题选自一家共同基金公司的小调查：

- 倘若出现紧急情况，能马上筹措到相当于你 6 个月工资的资金吗？能：1 分；不能：0 分。

- 以下文字能准确描述您的投资理念吗？

唯一的出路是，承担一些风险。

能：1 分；不能：0 分。

生命周期投资

依据生命周期对投资组合进行管理，也称生命周期的投资管理，目前备受客户追捧。正像我经常提到的那样，这是社会学的一个重要概念，如果简单地套用到单一客户身上，十分危险。生命周期的概念传达着这样一种含义：在设计投资组合的时候，年龄即使不是唯一需要考虑的标准，也是一个十分重要的标准。

按照生命周期配置投资的一个重要公式是：

股票投资 = 100 - 投资者的年龄

债券投资 = 投资者的资产余额

例如：

年 龄	股票 (%)	债券 (%)
40	60	40
55	45	55
80	20	80

事实上，这是一个简单易行的经验法则，并经常被公共媒体引用，进而导致生命周期概念的广泛推广。

令人遗憾的是，新闻媒体不是唯一支持依据年龄进行简单投资决策的单

位。下面这个例子来自一所大学投资学课程的教材。该案例显示，学术机构也把年龄作为决定投资组合的一个重要标准。教材中尽管使用了“比较喜欢”、“更喜好”、“比较关注”等特定字眼，但大多数读者都得出了“年龄应成为决定资产配置的主要因素”的结论。

中年客户（45 岁左右）被认为是资产投资转型的群体，在其投资组合中，高质量债券比例逐步增加，主要包括低风险（低增长、低收益）证券、优先股票、可转换债券、高质量证券，以及共同基金。

进入退休年龄段的投资者，被认为是高度保守的投资群体，其投资产品主要包括低风险股票、高收益的政府债券、优质企业债券、银行储蓄以及货币市场投资产品。

随后，本书还要讨论低风险、高质量、相对保守的财富管理经理的投资理念。这些理念与前面讨论的有很大的不同。无须多说，目前谈到的为客户理财的方法，在实践中还远远不够。

案例分析：财富管理与多项选择、生命周期投资的比较

本书的一个理论假设是：客户只要有财富管理方面的需求，就会产生有关理财规划的方案。目前，提供给投资者的金融咨询远远达不到财富管理的标准。

下面以人口、人文背景相近的两个家庭为例，为本书后面的讨论铺垫背景，并为客户可能提供的不同专业咨询服务。

布朗家与布恩斯家

数据

布朗一家人住在英国的丹佛。布朗夫妇同是职业经理人，均为 57 岁，身体健康，打算 62 岁退休。布恩斯夫妇也都是 57 岁，身体健康，同样期望 62 岁退休。这两个家庭都比较保守：均打算持有房地产资产。

毋庸置疑，财富管理经理应为这两个家庭提供迥然不同的理财方案。比如，通过信息采集，财富管理经理可能获得如下信息：

客户财富与退休目标

	目前投资额	退休前的年储蓄	税后生活标准	社会保险
布朗家	80 万美元	2 万美元	5.7 万美元	1.2 万美元
布恩斯家	100 万美元	0	7.3 万美元	1.2 万美元

财富管理经理的假设

财富管理经理在与客户沟通以及相关调查研究的基础上，确立了潜在通货膨胀等相关假设。

通货膨胀	4%
社会安全保障	3%
生命预期	90
债券——预期税后收益	5.8%
股票——预期税后收益	8.8%

基本建议

了解了布朗夫妇与布恩斯夫妇的统计信息后，现比较财富管理经理为这两个家庭所做的多项选择投资方案与生命周期投资方案。

资产配置

首先，须确定投资资产的配置情况。本案例既使用了由一家大型投资咨询公司、一家会计师事务所、一家主要信托公司公布的资产配置建议，也使用了由“公式 100”确定的资产配置建议。上述建议均适用于类似布朗夫妇与布恩斯夫妇这样的家庭。

此外，财富管理经理在把握客户投资需求后，也提供了相关建议，详见表 1。

表 1 通过多项选择模型与生命周期模型为布朗与布恩斯两家设计的资产配置建议

	股票 (%)	债券 (%)
投资咨询公司	30	70
会计师事务所	80	20
信托公司	50	50
100 - 年龄	43	57

上述建议显示：表中机构为布朗与布恩斯两家设计了相同的资产配置方案。显而易见，布恩斯家的需求对退休后投资组合的影响相对较大。年龄因素、风险偏好、就业情况、健康水平与预期退休日期虽然相同，但与资产配置无关。上述案例的统计数据虽然比较简单，但据此，财富管理经理为两家设计了不同的资产配置方案：

财富管理经理的建议

	股票 (%)	债券 (%)
布朗家	35	65
布恩斯家	65	35

预期收益

财富管理经理在收集其他资料后，就可完成每个家庭的投资需求分析，并确定其配置资产方案，见表2。“资金盈余/不足”列是客户90岁时的资金盈余状况，以此，可以度量财富管理建议的成功程度。

表2 布朗家与布恩斯家不同配置资产的投资需求分析

	股票 (%)	债券 (%)	资金盈余/不足	
			布朗家	布恩斯家
财富管理经理				
布朗家	35	65	0	—
布恩斯家	65	35	—	0
投资咨询公司	30	70	6 万美元	150 万美元
会计师事务所	80	20	260 万美元	100 万美元
信托公司	50	50	80 万美元	70 万美元
100 - 年龄	43	57	50 万美元	100 万美元

显然，财富管理经理为这两个家庭所做的资产配置方案是不同的，且不同于多项选择模型与生命周期模型所做的资产配置方案。这些成型（一稿多用）的解决方案对布朗家和布恩斯家的帮助不大。根据多项选择模型所设计的解决方案过于简单，也不专业，不能为客户的生活前景作出美好的规划。

如前所述，生命周期模型作为一个概念，是社会学家处理大量社会统计数据时的一种理想方法，但转用微观研究时，可能导致一个家庭包括 2.3 个儿童与 1.8 个家长的结果，这个结果似乎有问题。

上述投资建议的不同之处，可以通过如下事例进一步解释：布朗家与布恩斯家尽管从表面上看在投资理念与人口限制因素上很相似，但有着完全不同的资金资源和投资目标。该案例尽管简单，但揭示了一种风险，即：投资、金融理财规划相对合理时，由解决方案“过于简单”所产生的风险。合格的财富管理经理，无论自冠何种专家的头衔，都必须遵从理财规划的流程。

随后要讨论的内容

随后的章节将从深度与广度两个层面，讨论那些对财富管理经理至关重要的事宜。

在讨论一些事宜时，我们假设你对财富管理这个题目有所了解，所以仅集中讨论要点（例如客户目标与限制条件）。在讨论另一些事宜时，不仅假设你对这个题目有所了解，而且假设重温这个题目也颇有裨益（比如投资所需的数学知识）。如果需要关于这个题目的参考书，本书可以作为综述并提供指引（比如建立投资政策）。其他参考书虽也涉及财富管理的一般事宜，但有些特殊事宜仍需特别关注。为此，本书将集中讨论这些仍需特别关注的事宜（比如资产配置与敏感性分析）。对于那些传统教科书没有涉及的问题（比如投资启示），本书将深入讨论。为了便于读者对感兴趣的课题进行深入研究，本书对讨论涉及的主要事宜做了脚注，并列出了参考书目。

我参加了很多专业会议，并阅读了很多与我的研究有关的文章和书籍。我经常陷入苦思冥想，我究竟该做些什么呢？如果说，我在编写本书时有一个主要目的的话，那么，这个目的就是要让读者不再苦思冥想。对于从业者而言，本书所提供的不仅仅是即时的理论与理念上的帮助。在实践管理层面，本书对风险容忍度问卷、数据采集指引、客户报告、软硬件建议等进行了详细的案例分析。在执行层面，纳入了经理问卷、基金选择标准、资产类别再平衡标准等方面的案例分析与建议，还囊括了从业者认为适用于客户营销与

会议的案例分析与图示。在专业层面，本书纳入了很多我认为是投资管理之迷（比如税收管理、“收入”组合与“直觉”优化）的建议。我的结论可能与很多读者的信念相悖。但本书的目的并不是挑起事端，而是帮助读者在实际工作中建立清晰的投资理念与实用的流程。因此，你可以只采纳对你有价值的建议。

正如你将看到的，本书既不是一本纯理论性的教科书，也不是一本从业者的综合指南，而是一本关于财富管理经理经常关注的事宜的专著。书中各章按财富管理进程排序，每章包括按主题排序的序列文章。本书的目的，是帮助读者成为一个更高级、更赚钱（无论是从情感上，还是从财务上）的财富管理经理。要高效利用本书，就要不落窠臼，选择最适合您的阅读方式：既可以“跳跃式”浏览，也可以“精耕细作”式地阅读。

财富管理流程

图1 既从流程上显示了财富管理经理对理财规划设计的贡献，也是指导本书剩余部分的路线图。图中还解释了财富管理的基本特征，即客户驱动业务的特征。

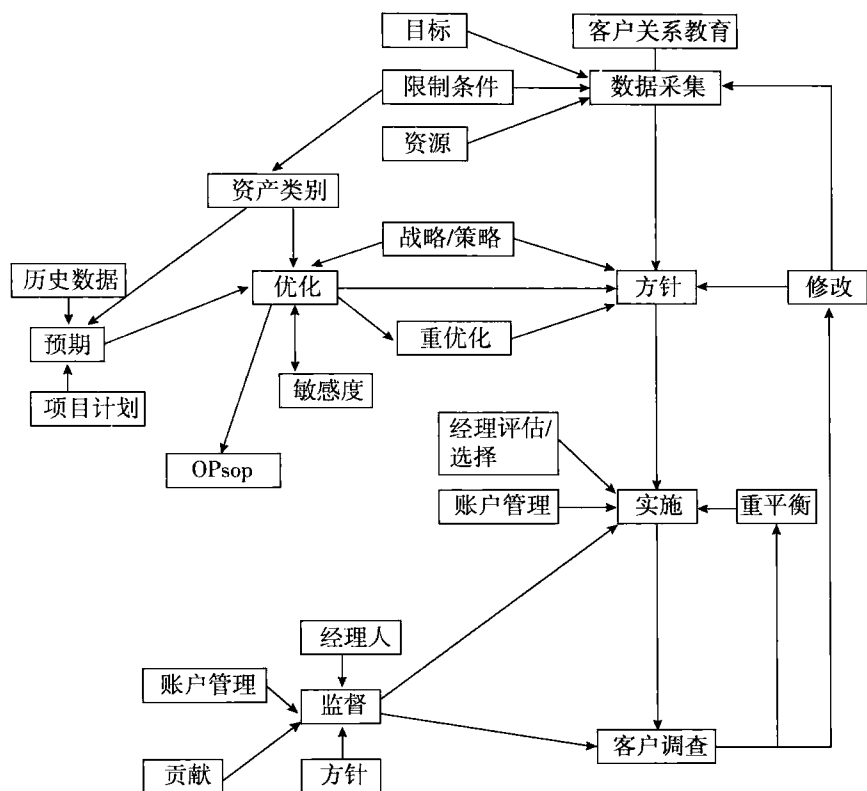
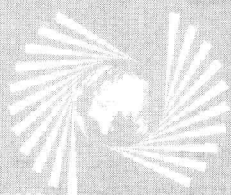


图1 财富管理的流程



目录

前言 / XI

第1章 客户目标与限制条件

确定目标 / 1

限制 / 9

收入的传奇组合：红利与利息 / 13

我的看法 / 21

第2章 风险是一个由四个字母构成的词

风险心理学 / 23

第3章 税收

减少应纳税金 / 37

利润与收入 / 38

消费税 / 39

非系统风险和资本利得 / 51

股票、债券、个人退休账户及其他保护性账户 / 54

税收效率及资产分配 / 57

传说中最强大的主动投资组合税务管理 / 59

可变年金 / 71

其他策略 / 79

关于其他策略的结论 / 82