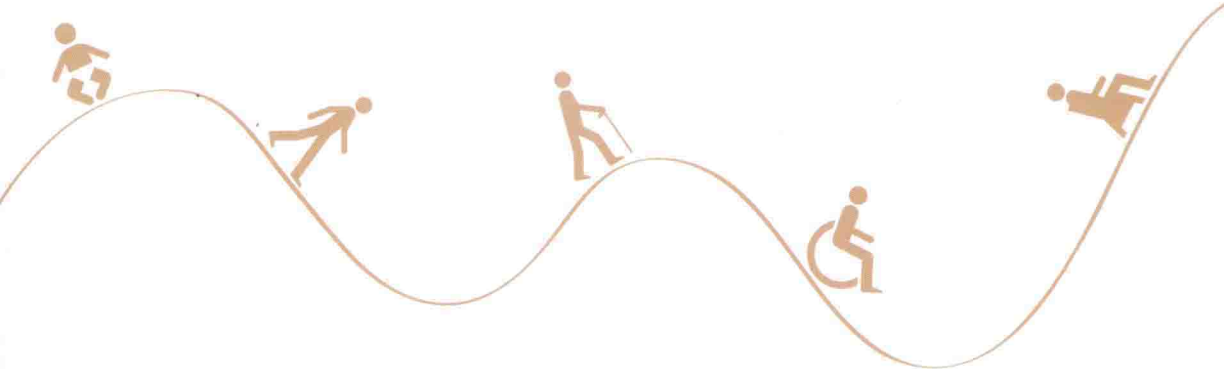




Are You A Stock or A Bond?

投资与养老

最有价值的理财规划实践指南

(修订版)

IDENTIFY YOUR OWN HUMAN CAPITAL
FOR A SECURE FINANCIAL FUTURE

【加】摩西·A.米列夫斯基 (Moshe A. Milevsky) 著
钱 峰 译

约克大学商学院金融学教授、沃顿商学院和伦敦政治经济学院客座教授、菲尔兹数学科学研究所研究员

摩西·A.米列夫斯基 的财富人生规划课

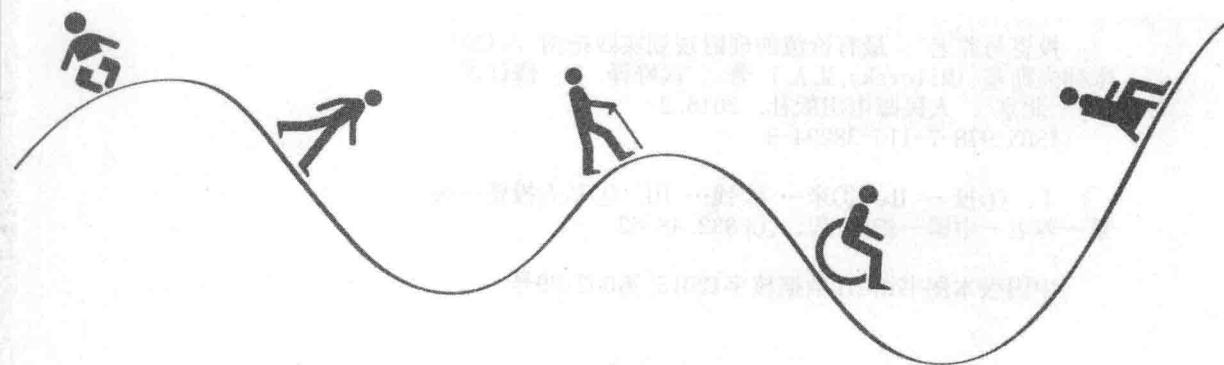
国际投资教父 吉姆·罗杰斯 强烈推荐

第一本将人力资本与金融资本相结合的投资指南

涵盖了从工作到养老的一生理财规划，提供了投资产品多元化的合理选择



人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS



Are You A Stock or A Bond?

投资与养老

最有价值的理财规划实践指南

(修订版)

IDENTIFY YOUR OWN HUMAN CAPITAL
FOR A SECURE FINANCIAL FUTURE
(UPDATED AND REVISED)

【加】摩西·A.米列夫斯基 (Moshe A. Milevsky) © 著

钱 峰 © 译

人民邮电出版社
北 京

图书在版编目(CIP)数据

投资与养老：最有价值的理财规划实践指南 / (加)
米列夫斯基 (Milevsky, M. A.) 著；钱峰译. — 修订本
— 北京：人民邮电出版社，2015.2
ISBN 978-7-115-38294-8

I. ①投… II. ①米… ②钱… III. ①私人投资—关
系—养老—中国—指南 IV. ①F832.48-62

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第002189号

内容提要

什么是金融资本？什么是人力资本？如何理财规划，才能做到工作时和退休后都能够获得财务自由？

本书作者从人力资本视角出发，为读者提供了投资规划和应对风险的各种策略。在人力资本发挥作用的工作期间，要尽量将人力资本转化为金融资本，购买保险是一种较好的风险对冲，合理利用杠杆收益也是可取的策略。而退休之后，尤其是随着人均寿命的延长，如何管理好养老金则变得非常重要。本书作者重点分析了养老金理财法则，如何应对通货膨胀风险、投资顺序风险、寿命延长风险，并为读者提供了投资产品多元化的合理选择。

本书适合投资顾问、理财师、保险从业人员、社会保障工作的相关研究人员、大专院校金融投资相关专业的师生，以及对投资理财感兴趣的读者阅读。

- ◆著 [加]摩西·A.米列夫斯基 (Moshe A. Milevsky)
译 钱 峰
责任编辑 姜 珊
执行编辑 田 甜
责任印制 焦志炜

- ◆人民邮电出版社出版发行
北京市丰台区成寿寺路11号
邮编 100164 电子邮件 315@ptpress.com.cn
网址 <http://www.ptpress.com.cn>
大厂聚鑫印刷有限责任公司印刷

- ◆开本：700×1000 1/16

印张：15

字数：114千字

2015年2月第1版

2015年2月河北第1次印刷

著作权合同登记号 图字：01-2013-7281号

定 价：59.00元

读者服务热线：(010)81055656 印装质量热线：(010)81055316

反盗版热线：(010)81055315

广告经营许可证：京崇工商广字第0021号



对本书第一版的赞誉

米列夫斯基为我们提供了一种清晰的思考框架，让我们从各个角度思考个人财务生涯中最基本的概念：风险管理。

——尼克·莫里（Nick Murray），*Simple Wealth, Inevitable Wealth* 作者

这是一本非常棒的关于如何有效地规划退休收入的读本，对理财顾问以及他们的顾客都有很大的帮助。

——吉姆·罗杰斯（Jim Rogers），国际投资教父

在这本书中，作者向投资者和顾问呈现了一个整体的分析框架，来思考影响投资决定的重要因素，比如自身拥有的人力资本、死亡风险和长寿风险。更重要的是，米列夫斯基提出了实际的解决方法，我们可以遵循这些方法来
实现安全的财务未来。这本书是每一个处于金融服务行业中的人的必读书目。

——陈鹏，博森公司（Ibbotson Associates）注册金融分析师（CFA）

这是极具价值和时代性的一本书。我们的金融生活再复杂不过了，而且很多变化是令人怯步的。米列夫斯基提供了一种新的视角，可以真正帮助人们做出更好的金融决策，获得更高的金融安全水平。

——马特·格林沃尔德（Matt Greenwald），Mathew Greenwald & Associates 公司董事长

作者创作了一本指导时下的经典之作，帮助人们成为更具知识的退休消费者，同时帮助金融顾问提高他们的专业技能。

——弗朗索瓦·戈丹尼（Francois Gadenne），退休收入行业协会（RIIA）主席兼执行长

这是关于个人理财规划最好的书籍之一，本书内容翔实、思路清晰、概念明确，令人耳目一新。去买，去读，去实践吧。

——理查德·M. 恩尼斯（Richard M. Ennis），Ennis Knop & Associates 公司董事长；

《金融分析师杂志》（*Financial Analysts Journal*）编辑

米列夫斯基带领我们穿过危机四伏的金融荒野，追求退休后的安稳乐土。他拥有罕见的天赋，可以用简练的语言阐明抽象的金融和数学概念。这个时代的个人压力越来越大，为了保证退休期间的财务稳定，请翻开这本书吧。

——史蒂文·西格尔（Steven Siegel），北美精算师协会（Society of Actuary）精算师



米列夫斯基为我们提供了终身财务规划的全局性方案，并讨论了前沿观点。他指引我们如何进行资产分配、满足自身保险需求，并做出重要的金融决策。米列夫斯基展现了他的一项特有才能——使用平实的语言解释关键的金融概念。

——威廉·雷切斯坦博士 (Dr. William Reichenstein)，

贝勒大学 (Baylor University) 注册金融分析师

米列夫斯基引用了很多最新的研究，通过使用现代金融经济学中的概念，试图帮助人们理解个人劳动收入、生活方式以及寿命在现代投资组合理论中所发挥的作用。

——席德·布朗恩 (Sid Browne) 博士，哥伦比亚商学院 (Columbia Business School) 教授

这本书是渴望获得终身财务安全的人的必读之作。读过这本书的人会对“人力资本”和“风险管理”等概念有更深入的理解，它们不是晦涩难懂术语，而是为创造持续、安全的退休收入指引方向的路线图。

——杰弗里·R. 布朗 (Jeffrey R. Brown)，

伊利诺伊大学 (University of Illinois) 金融学教授

再版序

为了更好地反映 2008 年金融危机以来发生的经济现象，本书修订版对第一版中的很多图表进行了更新和修正。即使当今的社会风险更高，不确定性更大，但我认为本书第一版的主旨仍然有效，即你必须知晓你自身的人力资本价值、回报和风险类别。人力资本是指你的工作、职业，或者你为了生存而做的事情。人力资本可能是你一生中拥有的最具价值的资产之一。因此，你应该确保任何一项关于金融资本的决定都与你的人力资本的经济特征相适应。战略性的财务计划一定是全局性的。在本书第一版中，我将退休趋势定义为养老金固定收益的不断下降、人类寿命的持续延长，以及个人通货膨胀风险的不断增加。金融危机给我们的教训是，金钱是靠不住的，我们必须认真地管理债务，并且在各种资本（人力资本、金融资本、社会资本）间进行多样化投资，才能拥有稳定、安全的财务未来。

你到底承担了多少风险

我通常不会在飞机上跟别人讲话。然而，在从达拉斯飞往波士顿的航

班上，一位中年女士坐在我的旁边，问我正在读的文章是否有趣，我打破了长期以来坚守的飞行原则，与她攀谈起来。

这位叫作金姆的女士要去一家总部在东海岸的知名金融服务公司面试。她对这场面试非常担心，因为面试内容对她来说属于全新的领域，而且她没有太多金融行业的经验和知识。作为一位金融学教授，提供一些面试技巧和行业常识对我而言是一件简单而有趣的事情。

从交谈中我得知，她刚刚失去了在达拉斯一家中等规模的制造公司的工作，这是来自海外廉价劳动力和产品冲击的后果。她想在一个完全不同的领域开始新的工作。她之前的雇主使用一种专门的软件程序，她对此非常了解且操作熟练，但是离开这个她奉献了十年光阴的狭窄的制造行业，这种技能毫无用处。

对金姆来说，更糟糕的是，尽管她为达拉斯的制造公司工作了八年之久，但她并没有在避税储蓄计划中攒下很多钱。公司不提供传统的养老金计划，她的避税储蓄计划，也就是众所周知的 401（k）计划中的大部分钱投资于共同基金和她任职的公司股票。近几年来这些投资的收益都不太好，然而以基金成本为基础的账户价值表现不错。事实上，账户价值比她曾经投资在这项计划上的现金总额要少得多。她将这么多钱投在这一只股票上，是因为公司提供了匹配交易——每推迟接收 100 美元的工资，公司将向 401（k）计划中注入价值 50 美元的公司股票。一开始她会获得 50% 的投资回报，并且可以延期交税。从表面上来看，这是一笔极好的交易，而且很多公司也提供这样的计划。然而不幸的是，最近 18 个月来，公司股价跌幅已



超 60%，基本抵销了前期收益。实际上，她和其他 1 000 多位雇员辞职的那天，股价又下跌了 15%，很可能是因为企业宣布了一项重大重组决定。

我真的为她感到难过，尽管她似乎正在极其沉着地处理她的财务困境。她期待在波士顿的金融服务行业开始新工作和新生活。她说，这一切让她想起了 15 年前大学毕业的时光，那时没有存款、没有工作经验，有的只是一打需要还款的信用卡账单。

随着旅程的进行和谈话的深入，我了解到她刚和丈夫离婚，她的丈夫恰好也在同一天被同一家公司解雇。金姆和他的第一次见面是在几年前的一次公司野餐上，他们有很多共同点，包括同样的工作和职业前景。但是，双双失业的压力以及接踵而来的资金紧张对他们的婚姻造成了极大的影响，他们正在变卖房产，并且走上了离婚程序。

房地产市场对他们来说更是雪上加霜。他们的房产价值比几年前买的时候低了 20%，而且他们也很难获得房子的真实报价。我怀疑这种困境很可能是因为，附近的很多居民也是最近被裁员的员工，他们也在试图卖房子。

金姆希望他们至少能够以抵押价值卖出房子，这个价格也就是他们真正欠银行的钱。否则，他们很可能需要申请破产，甚至可能被法院拍卖房屋。显然，金姆和她的丈夫是以调整利率贷款（Adjustable Rate Mortgage, ARM）买的房子，这种贷款的基准利率刚被调整到一个更高的水平。现在他们每个月的还款是两年前的 2 倍。

到目前为止，你可能怀疑，我并没有在飞往波士顿的航班上遇到金姆。事实上，我编造了这个人以及她灰暗的人生。我确定，生活中有很多像金



姆这样的人，我只是还没有遇到而已。我只是为了说明一个道理。很多人有光鲜的工作、房子以及有保障的 401 (k) 账户，但他们注定会成为金姆。只是他们还不知道罢了。

这些人将太多的鸡蛋放在同一个篮子里，由于他们将职业、房子、投资组合甚至婚姻都分配在同一个经济部门中，因此，他们违背了现代金融理论中最重要的原则，那就是风险多元化。很多人错误地认为，多元化只能应用于股票和债券投资，并且只与它们有关。事实是，多元化应该应用于可能产生收入或现金流的任何方面。多元化应该应用于日常生活中的所有类似股票和债券的资产上，而不仅仅是财务组合中的股票和债券。

当今经济环境和金融市场波动频繁，投资者几乎每天都要重新评估其金融风险偏好。股市持续大涨时，大多数人认为自己是风险容忍者。然后，在接下来的几个星期、几个月或者几年中，市场大幅下跌，他们又认为自己是风险规避者，不能把握这种波动性。他们抛售、清算手头的股票，认为市场此时不适合投资。他们对待金融风险的态度比市场本身更加变化无常，风险规避成了没有基础的、难以捉摸的说辞。因为询问人们的风险偏好几乎是毫无意义的。它随着昨天的市场、今天的心情甚至明天的天气而变化。一个人怎么能根据每天都在变化的情况来做出投资决策呢？

本书的观点是，处理金融风险应该基于个人资产负债表的各个组成部分，必须以更加全面的方法来处理财务状况。房子、居住城市、工作、婚姻甚至健康都是一项金融资产，它们是共生的，应该与个人资产负债表中的金融资产和负债一起被多元化。我会在本书中解释全局多元化的重要性，

以及怎样才能做到多元化。

过去，股票和债券的金融投资组合更像是一个附属品而不是必需品。投资账户一般作为退休收入的补充，或者只是一项业余爱好。现在，广义的股票和债券将会为你最后 20 年或 30 年的退休生活提供资金保障，支撑你做出影响你一生的投资决策。

目 录

引 言 养老金正在“垂死挣扎” / 1

养老金的运作模式 / 2

佛罗里达州的养老金计划 / 8

本书结构安排 / 10

第一章 你就是一家公司 / 13

你的价值是多少 / 16

人力资本的重要性 / 20

教育是一项重要的投资 / 29

第二章 保险是对人力资本的对冲 / 37

生死概率 / 38

购买人寿保险需要花多少钱 / 44

你需要多少额度的人寿保险 / 45

能否评估生命的价值 / 47

人寿保险的类型 / 48



第三章 空间和时间的多元化 / 55

多元化战略 / 57

分解风险：系统风险和非系统风险 / 60

国际投资的重要性 / 63

相关性：资产分配背后的魔法 / 68

时间对金融风险 and 波动性的影响 / 75

我们应该在年轻时承担更多的风险吗 / 79

多元化和金融危机 / 81

第四章 债务在任何年龄段都是好事吗 / 85

杠杆的双面性 / 87

负债是好事吗 / 95

投资、职业和保险 / 97

第五章 个人通货膨胀和退休生活成本 / 103

通货膨胀的影响 / 106

个人通货膨胀率 / 110

第六章 投资回报的顺序 / 115

退休收入的三角学 / 119

统计学角度 / 126

安慰剂和海市蜃楼 / 129

第七章 长寿是福也是祸 / 139

预期寿命 / 141

你了解概率吗 / 144

第八章 在危机中度过退休时光 / 153

需求分析 / 155

蒙特卡洛模拟法 / 163

第九章 年金保险 / 169

时间在变, 产品也在变 / 177

年金化的优点 / 178

年金化的缺点 / 184

变动年金 / 185



第十章 产品配置是新型资产配置 / 191

产品配置 / 193

资产配置的行为 / 204

第十一章 管理退休风险的计划 / 209

退休收入规划是目标 / 212

写在最后的话：发展并保护你的个人资产负债表 / 215

引言：养老金正在“垂死挣扎”

“……目前，公司管理员工长寿风险的唯一方法是，让他们非常努力地工作，这样他们在退休几年后就会去世。这不是一个留住员工的好方法……”

《金融时报》社论，2006年9月30日

2010年8月25日，星期三，建筑业巨头开拓重工（Caterpillar Inc.）召开了一次新闻发布会。在发布会上，开拓重工宣布，美国所有的管理人员、支持人员以及其他非工会员工不再享有公司的传统养老金计划。该计划对所有的非工会员工关闭。然而，开拓重工的新员工可以选择参加公司的加强版的延发工资并且避税的储蓄计划，也就是众所周知的401（k）计划。选择参加401（k）计划的员工会获得由开拓重工缴纳的费用或储蓄，这个金额有一个上限。员工们可以在股票、债券和其他基金中进行多元化投资，并且管理他们的投资。从这个意义上讲，他们都是个人养老金基金的管理者。

用养老金经济学的术语来讲，开拓重工就是用养老金固定缴款计划（以下简称DC计划）替换了原来的养老金固定收益计划（以下简称DB计划）。

过去几年中，上百家公司做出了与开拓重工相同的选择，而且其中大多数公司都受到了市场的欢迎。大公司基本上不再提供养老金收入，它们将这个责任转移给个人。这就是为什么你现在回答这个问题比以往任何时候都重要：你是“股票”还是“债券”？

养老金的运作模式

从本质上说，DB 计划是产生并维持退休收入的最简单的方式之一。在 DB 计划下，当你退休时，雇主通过一个简单的公式来计算你的养老金津贴，即首先计算你的工龄，例如你的工龄是 30 年，然后用工龄数乘以一个收益率，例如 2%，两者的乘积（ $2\% \times 30 = 60\%$ ）称为你的工资替代率。因此，你的年养老金收入，即你余生将得到的年收入，是以你的退休日当天或接近退休日的某一天为基础计算的年工资的 60%。在上述例子中，如果你退休时的年薪是 50 000 美元，那么你的养老金就是你工资的 60%，即在你的有生之年，你每年可以得到 30 000 美元的养老金收入。

可以肯定的是，在很多 DB 计划下，养老金津贴的计算公式要更复杂，收益率可能会有所不同，这取决于你加入计划的时间、你的工资水平、工作年限以及企业预期人员变动等因素。在某些情况下，年养老金收入是以你工作最后几年的平均工资或者最高工资为基数计算的。一些养老金计划根据每年的通货膨胀水平调整年养老金收入，而有些并不调整，从而导致退休员工