

生命周期理财理论与实践的新发展

赵建兴

摘要:生命周期理财理论近年来已经获得了长足的发展,而以退休储蓄和投资为核心内容的个人理财实践似乎仍然基于传统的金融理论上。文章介绍了国外生命周期理财理论的新发展,以及新理论指导下的个人投资产品的设计和创新,以期对我国目前兴起的个人理财实践提供指导和借鉴。

关键词:生命周期理财理论 个人投资 理财产品

中图分类号:F830 **文献标识码:**A

文章编号:1004-4914(2003)05-016-02

一、引言

个人理财,尤其是以退休储蓄和投资为核心内容的生命周期理财,一直是世界上成千上万人们广泛关注的一个话题。最近一段时间以来,我国的商业银行、保险公司、证券公司乃至信托公司等金融机构纷纷推出所谓“个人理财”服务,尤其以各商业银行创办各种类型的“理财中心/工作室”为代表,大有在全国范围内掀起一阵理财热潮的势头。这当然有其深刻的社会背景:在微观层面上体现为超过8万亿美元的居民储蓄寻求出路、人口老龄化造成对退休养老的担忧等;在宏观层面上体现为无风险收益率的持续下降、证券市场的改革和动荡(从国有股减持、新股配售到开放式基金的崛起等)等。确实,一切都在呼唤合适的金融机构能够为广大居民提供个人理财的咨询和顾问服务,为他们在正确制定人生规划、有效保证家庭的安全幸福、合理安排消费信贷、量身定制投资组合等方面进行因人而异的指导。

然而当我们考察这些金融机构提供的理财服务和产品时,却发现它们多半是原有产品的重新包装。问题不止于此。真正致命的是,金融机构在提供这些服务和产品时,他们实际上并不注重背后的理论支持。国内的“理财规划师”为客户设计理财方案或推销理财产品时,有多少是基于经济学家莫迪利安尼提出的家庭生命周期理论,Shap、Lintner和Black的资本资产定价理论,Black、Schole和Merton期权定价理论以及金融学家马克维茨提出的有效投资组合理论?不仅如此,在过去的几十年中,金融理论取得了许多突破性的进展,典型的如期权定价理论的提出和广泛应用;许多金融产品也应运而生,如期权、互换等。与此相适应,关于个人生命周期理财的理论也得到了长足的发展。这包括多期风险对冲技术、状态求偿权分析、个人收入的可调节性及习惯养成等理论。即使在国外,这些理论也没有得到广泛的应用,更不用说在我国刚刚起步的理财顾问业务了。本文将介绍国外生命周期理财理论及相关金融理论的新进展及这些理论在实践中的应用,以期为国内金融机构的个人理财业务提供理论上的指导和实践中的借鉴。

二、新生命周期理财理论的发展

过去的30年里,许多财务学家和经济学家研究了生命周期理财理论,探讨人们应该如何为退休进行储蓄和投资,以及人们实际上如何作出这些决策。针对现实中存在的许多重要问题,例如不断变化的投资机会、难以预测的劳动收入、习惯养成以及交易成本,学者们推导了许多理论优化模型。同时,对实际金融行为的研究表明,人们总是因为缺少知识、逻辑错误、认知失调以及统计偏差等持续犯错。

这些新金融理论对投资机构的风险管理产生了深远的影响(Bodie, 1999; Merton, 1998, 以及 Meulbroeck, 2002)。今天,复杂的企业风险管理系统已经被金融企业和非金融企业广泛应用。相比之下,这些新理论在广大居民所迫切需要的生命周期理财实践中的应用则非常有限。尽管美国现在有许多金融中介机构通过因特网提供各种在线理财规划的“工具箱”及“优化器”等,但这些服务和产品背后的理论支持远远落后于这些新理论的发展。前沿金融理论广泛使用多期风险对冲技术及状

态求偿权分析,而日常专业理财规划师们使用的数量模型仍然只是将蒙特卡罗预测和马克维茨静态均值-方差有效投资组合分散模型加以混合。

目前生命周期理财的前沿理论中包含的重要内容主要有以下几个方面:个人的福利不仅决定于其最终阶段财富,还决定于其整个生命周期里消费的商品及闲暇;管理一段时间内市场风险的有效途径是多期风险对冲,而非单期风险分散化;个人劳动收入的价值、风险程度以及可调节性非常重要,在生命周期各阶段进行投资组合优化选择时应优先考虑;习惯养成将增加对保障性产品(能抵抗投资收入下降)的需求;从互换及期权等价格衍生工具中可以推导出利率及隐含波动性等信息,可以为基金经理们更多地利用;由于交易成本、代理问题以及部分消费者的有限知识,动态的资产配置工作应当且将由金融中介机构实施,而非他们的零售客户。

1. 连续时间金融模型。新生命周期理财理论的萌芽是Arrow和Debreu的不确定性情况下关于最优资源分配的“状态偏好”(state-preference)理论。在对所有的偶然状态都存在完全市场的假想世界中,每个人通过选择基本的时间-状态求偿权的组合以最大化预期效用。但这个理论过于抽象,没有后续的发展。

我们知道,状态求偿权分析中的许多情况在实际中并不存在。但是,Merton(1975, 1992, 1998)的连续时间金融理论通过动态复制技术将Arrow-Debreu的假想世界与真实世界联系起来。与当前在线资产配置工具的核心理论——马克维茨的资产选择模型相比,Merton的连续时间金融模型更具有一般性。马克维茨模型假设个人是在一个静态的单人体系中进行决策。而Merton的分析框架中则存在几个不同的时间区间(time horizon),如计划区间、决策区间等。其中,计划区间是一个人进行计划的总时间长度。例如,对一个预计能活到85岁的25岁年轻人而言,其退休计划的区间就将是60年。随着年龄增长,计划区间通常逐渐变短。

决策区间则是两次投资组合修改决策之间的间隔。个人可以控制决策区间的长度,但受到一定限制。有些人定期检查投资组合——或者在每月需要用钱时、或者在每年交所得税时。较保守的人将大部分资产放在银行账户中,他们可能很少检查他们的账户情况;只有在发生一些例如结婚、离婚、生育、继承遗产等触发事件时才会检查。个人拥有的资产价格突然上升或下降也会引发他们检查投资组合。而在股票和债券上有大量投资的人则会每天或更经常地检查其投资组合。

最短的决策区间可能是交易区间。交易区间是投资者能够修改其投资组合的最短时间间隔。交易区间的长度可以是一个星期、一天、一个小时或一秒。它不受投资者控制,而决定于市场的结构,例如证券交易所开业时间及是否存在一个有组织的柜台交易市场。

2. 可选择的工作量。为了增加Merton模型的真实性和Bodie、Merton和Samuelson(1992)考虑了第三个选择变量——人们选择的工作量。在这个模型中,个人一开始时具有的禀赋包括一定数量金融资产和人力资本(即通过工作获得收入能力)。这两种资产构成个人财富,其市场价值的变化将是连续和随机的。工资率(人力资本收益率)与其他可交易市场资产的收益率完全正相关。消费、财富及收益率都以单位消费品衡量。在每个时间点上,个人决定其消费的数量、金融资产投资在风险性资产上的比例以及将可能获得的劳动收入“消费”在闲暇上的比例,以达到终生预期效用贴现值最大化的目标。

模型研究的结果表明,基于以下两个原因,个人金融资产投资在股票上的最优比例在正常情况下随年龄增加而递减。首先是因为人力资本的风险通常比股票投资低,并且人力资本占个人总财富的比例通常

随年龄增加而递减。例如,在个人工作的早期,其财富通常主要由相对安全的人力资本构成,因此可以用较大比例的金融资产投资于风险性资产,以使其总财富获得足够的风险性收益。

其次,在任何给定的年龄,个人的劳动供给弹性越大,他就可以将更多的财富投资于风险性资产中。通过改变工作的数量,个人可以抵消其拥有的金融资产价值的不利变化。他们可能有机会工作更长时间、从事第二职业或延迟退休时间。由于雇员在年轻时有更多的机会改变其劳动供给量,因此其资产中风险性权益投资的比例应随年龄递减。

但也可能出现相反的结果。对于像企业家或股票分析师等人力资本风险较高的人们而言,年轻时的投资组合里最好没有太多的股票市场风险敞口;当年龄增加时,他们可以考虑增加其风险敞口。

3. 习惯养成、信息获得与投资选择。其他一些理财理论包括习惯养成的作用、新的信息获得方法以及投资选择等。一些连续时间生命周期模型考虑了习惯养成的作用(detemple, Garcia, Rindisbacher, 2002)。习惯养成要求理财产品必须保障未来的消费水平,至少不低于以前最低生活标准下的消费水平。

此外,新的金融工具,例如互换和期权市场兴起带来一个重要的附加作用是,它们给投资者提供了新的信息(Bodie和Merton, 1995)。例如,我们可以从互换产品的曲线中推导出利率的期限结构,从期权价格中推导出隐含波动率的期限结构,等等。然而目前的在线资产配置工具很少应用这些信息。

最后,对交易成本、代理成本以及认知局限的理论研究结果则要求金融中介机构必须提供贴近用户的保障性零售投资产品,这些产品最好只有少数几个选择项,并能被很好理解。

三、当前理财实践中存在的问题

过去数年来,美国个人理财顾问业务有个发展趋势,就是给退休计划参与者越来越多的投资选择,让他们自己决定将资产投资在股票、债券上的比例。经济学家总是相信,当人们被给予更多的选择权利时,只要他们可以作出选择,他们的状况就得到了改进。但是,当人们不具有足够的知识以作出对他们最有利的决策时,选择权的增加并不一定使他们的状况变好。风险被转移到那些最没有能力来管理退休计划的人手中。从社会福利的角度看,这个发展实际上是一个倒退。实际上,这个趋势使得投资者更容易受到有投机倾向的推销员剥削,或者被具有良好动机但并不合格的专业人员误导。

为了进一步说明这点,我们用医疗做个比喻。许多人去看医生,希望得到他们的建议,以便作出如何维护健康、治疗疾病的选择。但当医生提供了许多可供选择的方案时,如果我们无法充分理解这些方案,我们就一定不能作出理性的选择,从中受益。就像做手术,资产分配是一个复杂的过程,需要大量的知识和多年的训练。我们不可能在读了一本医疗器械公司印制的说明书之后,就可以自己动手切掉自己的阑尾。然而看起来我们希望人们在读完一本投资公司印发的投资方案说明书后,就可以自己选择股票、债券和现金的合理组合。许多人将会因此犯严重的错误,构建出与个人风险承受能力完全不适应的投资组合,从而承受心理上的损失。

检查那些开放式基金之类的金融机构发给客户的材料时,你会发现,这些材料努力向消费者灌输一种思想,即长期而言股票投资的风险不大。而Merton和Samuelson大量研究的结果却发现并不是这么回事。应用效用最大化原理可以发现,在长期里,股票下跌造成价值减少从而投资者效用降低的风险相当大。如果对股票收益低于无风险收益率的部分进行保险,保险的成本将超过股票的长期收益率。因此,不能仅根据长期股票投资平均年收益率高于债券就认为股票投资的风险随时间增加而消失(Bodie, 1995)。目前的在线资产配置工具严重倾向于股权投资,而可以抵抗通货膨胀的安全性投资工具,例如指数联系债券和通货膨胀保护国债却很少被提及(Bodie, 1997)。

四、未来的生命周期理财产品

Merton(1992)详细分析了状态求偿分析与最优生命周期消费及投资组合选择的关系。应用状态求偿分析为理论基础,我们可以创造出新的、改进过的生命周期理财产品,以使人们能够获得更大的财务安全。这些新产品有的已经在世界范围内广泛销售,而另一些产品还未推出。下文将简要介绍两种较有借鉴意义的理财产品,即增强型人

年金和风险捆绑年金。

1. 增强型人寿年金。美国传统的年金(包括固定收益计划年金)有一个突出的缺陷——无法免受通货膨胀影响。现在,通过与通货膨胀保护债券(TIPS)进行对冲,金融中介机构可以有效制造出完全或部分免受通货膨胀影响的年金(Bodie, 1997)。此外,这些年金还可投资于各种股票市场指数,从股票市场的总体上升趋势中获益。例如,我们可以设计一个将最低收益与生活费用增长率联系的增强型年金。其收益将随通货膨胀与股票指数的表现而增加,同时收益的增加在投资阶段是确定的。

增强型年金可以提供一种有保障的最低生活标准,并且以终生消费的流量形式表现(而非财富的存量形式)。他们允许退休者在股票市场表现良好的时候逐渐增加其消费,同时不会降低他们已经习惯的生活标准。这与可变年金福利不同,后者随时间推移可能上升也可能下降,取决于股票市场的表现。

目前,美国交易所交易的期权最长的时间是三年。一些机构(例如MITTS)已经发行了到期日为10年的中长期债券。不难想象,很快会有富有创新精神的投资管理公司发行到期时间更长的期权。当然,中国的金融衍生品市场还未建立,应用这些金融工具构造合适的理财产品还需要相当长时间的等待。

2. 风险捆绑年金。研究表明退休者们并不愿意以固定年金形式获得财富。一个可能的原因是,他们觉得有必要持有资产用以支付不可预见的家庭医疗护理费用。在许多退休计划的指定中,对长达两到三年的长期医疗的重点考虑更是退休者心中的隐患,事实上,更长的寿命预期总是伴随着增加的健康护理支出,尤其在接近生命终点时。问题在于,年金在购买后就失去了应有的流动性,因此购买者无法随时获得必要的现金以支付家庭护理费用。

一个组合式的投资工具可以帮助人们解决这个问题,这就是将人寿命年金和长期医疗保险结合起来。在对两个产品各自存在单独需求时,可能会发生反向选择问题,即投资者可能不愿意同时购买两种产品。但两种产品的结合可以减轻这个问题。投资者可以每年领取固定的年金,在出现重大疾病时则可以从长期医疗保险中得到赔付。

五、总结与展望

目前,为老年人或即将退休的人们提供退休收入的各种系统在世界范围内并存,但主要都由以下四种形式构成:家庭或社区的支持;由公司或工会发起的养老金计划;政府运作的社会保障体系;个人在不动产或金融资产上的投资,如对家族企业的投资、储蓄账户、保险合同、共同基金等。

这种结构在未来几年可能发生重大变化。在美国、英国、西欧、日本、澳大利亚等工业化国家里,由于人们的寿命更长、生育更少,人口结构将迅速老化。人们发现他们将无法再依赖于家庭和政府的资助,必须转向金融市场和相关机构寻求支持,通过储蓄和投资来解决自己的退休养老问题。即使在新兴国家里,例如拉丁美洲和东欧,新的人口和经济状况也导致了广泛的退休保障体系改革。大规模的社会保障基金改革运动同样也发生在中国,人们纷纷开始寻求新的投资途径,提前筹划退休养老。

与人口老龄化和养老保障方式变革相伴的还有中国金融服务业的觉醒。在国外,个人理财服务可以为银行贡献30%以上的收益,而国内的银行业却刚刚起步。巨大的利润引诱各类银行与非银行金融机构纷纷开展个人理财服务。但是,一方面,中国的金融机构为分业经营困扰,难以推出有效的、真正量身定制的理财产品。另一方面,指导这些服务和产品的理论基础却显得相对贫乏。在这里,国外生命周期理财理论与实践的新发展值得我国金融机构的学习和借鉴。理财顾问业务提供了理论上的指导和实践上的借鉴。无论如何,人们都需要有专业的金融机构和理财专家为他们提供恰当的资产配置建议,使之能够对年老时因疾病、残废、长寿造成的财务后果进行更好的保障,免受通货膨胀和资产价格波动的影响。而如何以普通人可以理解并实施的方式进行风险-收益权衡以及理财规划决策,将是摆在国内金融机构和理财专家面前一项非常具有挑战性的工作。

(作者单位:厦门大学管理学院 福建厦门 361005)

(责编:贾伟)