

确定适当的资产配置

Getting the Right Asset Allocation Mix

固定缴款的退休储蓄计划在全球范围内越来越普遍。此类计划使职工个人担负起更多自己决定投资的责任。但是他们真的能胜任吗？

介绍 Richard H. Thaler 教授的研究成果

企业在所提供的退休储蓄计划中，应当规定投资于固定收入证券(fixed income)的基金和投资于股权的基金各占多少比例，才能防止退休金计划的参加者在投资时既不会过于保守，也不会过于激进呢？该如何制订合适的退休金计划，才能迎合众多参加者对规避风险的不同要求呢？是否应该对不同年龄的参加者提供不同种类的基金，比如让年轻职工选择股权基金占多数的投资组合，而让年长的职工选择固定收入证券基金呢？

退休金计划参加者的资产配置在很大程度上取决于可供选择的基金种类，在当前由退休金计划参加者做投资决定的固定缴款退休金计划日渐流行的情况下，这一点尤为明显。

在题为《固定缴款退休金储蓄计划幼稚的多样化策略》的论文中，芝加哥大学商学院行为科学和经济学教授 Richard Thaler 和加州大学洛杉矶分校 Anderson 管理学院的 Shlomo Benartzi 指出，许多投资者对多样化的概念非常幼稚，对投资组合的资产选择也明显缺乏经验。

在很大程度上，退休金计划参加者主要根据计划中的基金构成来选择资产配置。近年来，世界上最大的固定缴款退休金计划 TIAA-CREF 提供两种投资选择：TIAA（债券）和 CREF（股票）。现在约有 50%的计划参加者选择的配置方案是一半对一半。

Thaler 说：“股权基金在退休金计划中占多少比例，参加者投资于股票的资产就占多少比例，这是个普遍的现象。”许多数据都能证明他的这个观点。

投资者的选择

Thaler 教授采用来自货币市场企业名录(MMD)的真实数据，其中包括 170 种退休储蓄计划。这些计划的年度缴款额达 32.3 亿美元，总资产达 500 亿美元。他发现，这些计划中 61.76% 的投资选择为股权投资，对象包括公司普通股、国内股权和国际股权。股权投资平均占全部投资的比例为 62.22%。

这些退休金计划的参加人数从 100 人到 23 万 7500 人不等。数据库中记录了每种计划中可供投资人选择的基金名单及其详细信息，如基金的投资类别（货币市场、债券、国内股权），基金资产占退休金计划总资产的百分比，以及加入退休金计划的时间。

Thaler 从简单的类别分析入手，根据股权基金的相对数量把退休储蓄计划均等分为低、中、高三组。在低数量的组中，有 37% 的投资者选择投资股权的基金；在中等数量的组中，选择股权基金的投资者占 65%；在高数量的组中占 81%。通过计算资产分配于股权的平均比例，他发现在低数量的组中，该比例为 48.65%，在中等数量的组中为 59.82%，在高数量的组中为 64.07%。

Thaler 表示，幼稚的投资者喜欢根据退休金计划中的基金构成来选择投资对象。他说：“如果一个退休金计划中股票基金占大多数，计划参加者就会主要选择股票。反之，如果计划中主要是固定收入证券基金，参加者就主要选择债券。”

然后，所缴款项就根据基金的数量对半分，结果投资组合中 75% 的资金都分配在股票上。但从二、三十年的眼光来看，这种幼稚的资产配置策略无疑会造成巨大的浪费。

首先，可供投资者选择的可能不是最佳的投资方案。其次，他们可能选择错误的风险/回报比率。第一种错误造成的损失可能不会太大，因为即便是一个幼稚的资产配置策略也会产生一个非常多样化的投资组合。

然而，如果选择了错误的风险/回报比率，其代价可能非常高昂。例如，有人规避风险的心理不怎么强，如果他在股票中投入的比例太低，就会产生大量“事先福利成本”，即在知道结果前先做决定的预期成本。

分析的结果

为了确认幼稚投资行为的重要影响，Thaler 教授发现，当股权基金的比例从 33% 上升到 87% 时，一名理性的投资人只会将其投资于股权的资产比例从 50% 增加到 53%。

Thaler 教授说：“这表明，股权投资比例的变化更多地取决于退休金计划中基金结构的变化。”

这套分析一个潜在的缺陷是，公司在其退休金计划中选择的基金所反映的可能正是计划参加者们的愿望。如果是这样，那么计划参加者对风险的偏好才是影响股权基金比例和资产配置两者间关系的根本原因。

为检验这种可能性，Thaler 教授使用时间序列分析法，对退休金计划中资产构成的变化进行分析。从一家养老金咨询公司提供的数据中找出一家中等规模的公司作为调查对象。该公司曾在四年半的时间内两次改变了所提供的基金构成。因此，Thaler 有两次机会观察该公司的职工是如何改变其资产配置方案的。

当公司增加了可供职工选择的股票基金之后，分配到股票上的资产明显增加了。后来公司又去掉了一只债券基金，从而进一步加大了分配到股票的资产比例。

对未来的启发

Thaler 教授的研究结果显示，在过去十年里，投资于股票的个人计划退休基金数量大增，这

可能是因为在这些计划中加入了越来越多新的股票基金。这种需求仍将继续，因为可以很容易根据公司规模、经营风格、所处行业和国别区分不同的股票基金。相比之下，而仅仅根据到期日和风险程度来区分不同的固定收入证券基金，则要难得多。他的发现还会对公众或私人的退休金储蓄计划的制订有所帮助。

经济学家在制订退休金计划时，事先福利成本是个难以解决的问题。而对公众或私人计划的管理人来说，他们所要操心的还有后悔成本，即在知道结果后的成本。

Thaler 教授这样提醒读者：“如果一个退休金计划鼓励投资者把绝大部分或者很小一部分的资产投入到股票中，在它的回报低于正常水平的时候就会遇到麻烦。”

Richard H. Thaler 是芝加哥大学商学院行为科学和经济学教授。