

# 投资者风险偏好的 测评及海外先进方法介绍

◆ 华西证券有限责任公司证券研究所投资者、投资管理研究小组\*

## 一、风险偏好介绍

### (一) 风险偏好的定义

风险和收益是一枚硬币的正反面。投资是为了获取收益，而收益与风险密不可分。我们承担的风险是投入，是一种宝贵的资源，而产出就是投资收益。风险资源的多少取决于投资者自身的投资年限、资产、收支等。长期来看，承担的风险越高，收益越高。因此，投资管理实质上就是风险管理，要想获得更多收益，投资者必须拥有相匹配的风险资源。投资管理的第一步就是界定客户的风险资源。

风险承受能力和风险偏好分别从客观和主观两方面共同构成了客户的风险资源。风险承受能力也被称为客观风险承受能力，是人们在金融决策时能够接受的最大的资产损耗<sup>1</sup>，它代表了人们能够在多大程度上承担风险，在这个范围内

的损失不会影响投资者的正常生活。它主要取决于投资者的财务状况、投资期限、投资经验等。风险偏好也被称为主观风险承受能力，或者风险态度，是指人们对风险的好恶，它代表人们对于不确定性的态度。如果人们承担的风险超出了风险偏好的范围，就会感到焦虑和不安，甚至情绪崩溃。学术上一般把风险偏好分为风险爱好、风险中性和风险规避三种类型。实际上，风险偏好更适合被当作一个连续的变量，从风险规避到风险爱好，每个人都可以在其中找到一个位置。

从定义上可以看出，风险承受能力和风险偏好在投资者适当性管理中扮演的角色不同。其中，风险承受能力是向投资者推荐产品和服务时必须满足的条件，因为超出投资者风险承受能力的风险很可能会使投资者的正常生活难以为继。比如投资者半年之后用来子女教育的一笔资金，因为投资期限短、投资用途弹性小，通常被认为是承受能力很

\* 小组成员：郝绎、王翠、王正、吴光胜、鄢黎

<sup>1</sup> John E. G., Financial risk tolerance and additional factors that affect risk taking in everyday money matters [J]. Journal of Business and Psychology, 2000,14(4):625-630

低的。如果这笔钱发生了很大亏损，就会严重影响投资者的正常生活。而相对来说，风险偏好与投资者心理的舒适程度有关，即使不满足，也不会影响投资者的基本生活需要。所以，在投资者适当性管理的系统中，我们把风险承受能力作为要满足的基本条件之一，把风险偏好作为进一步提高客户舒适度的指标。本报告主要介绍投资者的风险偏好。

我们每个人对风险的偏好都可能不同，有的人喜欢迎接挑战，而有的人则习惯性地规避风险。即使对同样的事件，每个人的感受也可能不同。同样是蹦极运动，有人觉得刺激好玩，有人则认为很危险而不敢尝试。我们可能都已经意识到，承担风险的时候，我们有一个舒适的区域，而我们周围的朋友、家人，可能与我们的舒适区域不一致。对于投资领域来说，找到这个舒适区域尤为重要。如果投资者承担的风险过低，他就无法获得高收益，反之，如果投资者承担的风险过高，超出了他的承受范围，一旦投资失利，会给他带来痛苦的体验，严重的甚至以后都不想踏足投资领域了。因此，准确地判断投资者的风险偏好，既可以帮助投资者改善投资收益，也可以使他们有良好的投资体验。金融服务机构的一个重要任务就是帮助投资者找到他的舒适区域，引导他在自己的舒适区域内投资。

风险偏好对于投资的影响毋庸置疑，但是如何准确地衡量风险偏好仍是我们面临的一个普遍性问题。研究表明，一般情况下，很少有人能够准确地判断自己的风险偏好，大部分人倾向于低估，甚至有的金融服务者对客户的风险偏好判断也不准确，并且在与客户沟通时，双方对风险的理解并不一致。所以，如何衡量风险偏好，是所

有投资者和金融业服务人员必须解决的问题。

### （二）风险偏好的测度

风险偏好是一种心理特征，就像智商、个性、态度或者价值观等一样，是相对稳定、可区分的，对偏好的衡量，采用心理学常用的方法更为科学。

#### 1. 相对值 vs. 绝对值

身高、体重等这些特征都是有度量单位的，我们常说的身高多少厘米、体重多少公斤都是有意义的，可以以这些度量单位为刻度相互比较，与高度或重量这些度量类型不同的是，目前我们没有可用来测量风险偏好的度量单位，我们只能建立一种类似于IQ测评的标准来测量一个人相对于他人的风险偏好。心理学上的态度、个性等，都是通过相对法进行测度的。这个方法也是经过多次验证、在心理学中对态度的测量中科学性更强的一种方法。

#### 2. 问卷 vs. 其他方法

风险偏好评估的重要性激发了很多学者的研究，他们尝试过很多种方法，包括数据挖掘、结构化问卷、访谈法、假设情境选择法等等，其中结构化问卷被证明是最有效的办法<sup>2</sup>。主要有以下三个原因：

第一，风险偏好是一种多维度的心理感受，如同其他心理学概念一样，包含显性（比如信念）和隐性（情感和情绪）两部分，其中隐性部分通过其他方式都很难测算出来，必须通过结构化的问卷才能充分揭露。

第二，与其他方法相比，结构化问卷对受访者的影响最小，不会影响到受访者的选择<sup>3</sup>。

第三，结构化问卷和数据挖掘是最常用的方法。但是与结构化问卷相比，数据挖掘的对象

<sup>2</sup> J. Grable, R.H. Lytton. Financial risk tolerance revisited: the development of a risk assessment instrument [J]. Financial Services Review, 1999(8): 163-181

<sup>3</sup> MacCrimmon, K. R. & Wehrung, D. A.. A portfolio of risk measures[J]. Theory and Decision, 1995(19):1-29.

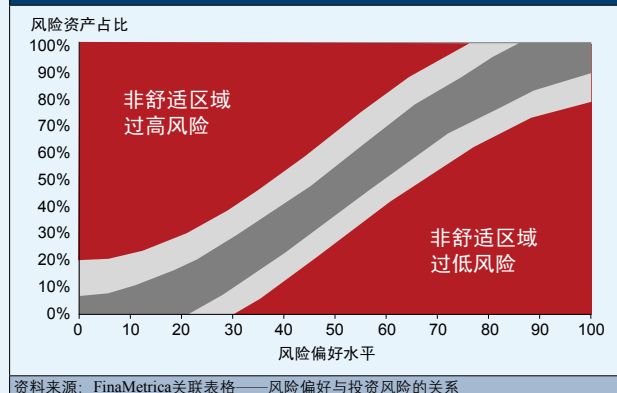
是投资的结果数据，是心理和行为的综合结果，此外，很多投资者都存在“知行不一”的问题，即使他意识到自己适合的风险水平，也不一定有足够的纪律性和行动力去实现这个风险水平的配置，这种方法可能会产生不准确的结果。比如一个投资者，他只能承受10%的亏损，但是当亏损20%的时候他还没有卖，这并不意味着他能够承受这个水平的亏损，这时候他心里可能是非常焦虑的，但是数据挖掘方法就会把20%这个水平当作他可以接受的风险水平，明显是不合适的。

### （三）风险偏好评估的功能

风险偏好评估并不只是测出来一个分值和分组作为投资者分类的依据。在帮助投资者改善绩效和投资体验方面，也能发挥很大的作用。

首先，通过评估，投资者对自己应该承担的风险水平有所了解，能够找到适合自己的投资区域，明确自己的投资目标。尤其在进行资产配置时，能够根据自己的风险资源确定风险资产的配置。

图1 投资者风险偏好水平与风险资产占比



如图1所示，根据风险偏好评估的结果，上下5%-10%为投资者的风险舒适区域，即图中灰色和白色部分。而红色部分，是投资者的非舒适区域，如果风险资产过高，说明投资者承担了过高的风险，应该适当降低风险资产的比例；如果风险资产占比过低，说明投资者可以通过提高这一比例改善投资收益。

其次，通过评估以及对投资者的实际投资绩

效的跟踪，可以将投资者应该承担的风险水平与其实际承担的风险水平相比较，纠正其知行不一的偏差，帮助投资者改善投资绩效，保持良好的投资体验。这些直接影响到投资者能否继续在股市生存，是投资者服务的前提。

## 二、国内现有测评方式的不足

目前，按照监管部门的要求，基本上各大证券公司以及银行等金融机构都为投资者提供了客户风险测评，大多数测评都是采用问卷方式，通常问题覆盖客户的年龄、资产、投资经验等领域，最后给出的结果是一个分数，把这个分数按照一定区间划分成高中低三类。但是，这些问卷都有明显的缺陷：

第一，风险承受能力与风险偏好没有区分。客户的风险资源包含客观风险承受能力（经济上的承受能力）以及风险偏好（心理上的偏好）两个方面，两者的重要性与测量方法都不同。前者与投资者的现有资产、收入、支出等客观经济状况直接相关，后者与投资者的心理态度和偏好直接相关，不能采取同样的测量方法，但是现有的绝大多数问卷都把这两者混合起来测量，实际上是没有意义的。

第二，问卷的设计及打分大多缺乏科学依据，随意性较强。一个问题的选项为什么选A是0分而不是1分，选B是1分而不是5分，并没有明确的依据。此外，可能有的问题取值为0-3，有的问题取值为1-4，总分叠加之后，问题之间的相互影响作用较强，最后的得分难免不准确。

第三，类别划分比较随意。最后的得分数通常是每道题的分数单纯加总，然后按照一定比例或者指定几个分数作为分割线，划分高、中、低风险，这里并没有科学依据，以此作为服务的依据难免产生误导。

第四，测评对于投资者认识自己帮助不大，

现有问卷提供的解析往往过于简单，投资者并不知道自己为什么被划入这一类而不是另一类，两类之间的模糊区间无法解释。此外，这一类的投资者应该有哪些典型的行为，什么是合适的投资标的，投资者都无从得知。投资者看完结果也并不清楚自己应该怎么做，被划入低风险组或高风险组对投资者并没有实际上的意义。

### 三、FinaMetrica风险偏好测评的方法介绍

FinaMetrica风险偏好测评系统是一个面向投资者和投资顾问的在线测试系统，目前已经在美国、欧洲、澳大利亚、南非、台湾等地区得到广泛的关注和应用，被认为是世界上最先进的投资者风险偏好测评工具之一。该测评系统是由来自金融服务行业的专家团队和澳大利亚新南威尔士大学（The University of New South Wales'）应用心理学系共同开发完成的，并经过了长达4年的反复测试和修改。1998年该测评系统在澳大利亚一经推出，很快就得到了国际金融界的认可。该套系统在信度、效度和可靠性方面都是其他测评方法无法媲美的。在15年的发展历程当中，该测评系统一共收集了来自全球各地的50多万份问卷数据，并根据各地的语言习惯，推出了英语、德语、法语、繁体中文等版本，成为投资顾问和投资咨询公司的有力工具。

#### （一）FinaMetrica风险偏好测评系统的优势

第一，原理上，第一次将心理学上对态度的测量方法引入风险的测评，采用相对度量值，提供的结果是在整体测试者当中的相对位置。人的风险偏好会随着宏观经济环境以及个人的投资经历、财务状况的变化而产生一定的变化，本测评通过采用相对刻度，不仅能够及时反映市场情绪的变化，还可以在客户自身情况发生变化时重新参加测试，查看最新的结果，所以测量结果更加

科学、测量结果更有说服力。

第二，问题设计上，每道题的设置都经过测试，准确可靠。这套问卷是FinaMetrica研究团队长达4年的研究成果，并结合15年的实践不断修正，每一道问题都是专家小组经过长达数年的钻研，并有来自美国、澳大利亚、欧洲等地区的50万份问卷统计结果支撑。国际上判断问卷好坏的标准是信度和效度检测，其中信度超过0.7就是可以接受的水平，而本问卷的信度达到了0.88，效度达到了0.9以上，在问卷中是非常难得的。

第三，测评结果对投资者具有指导意义，并能及时根据实际情况的变化进行调整。不同于其他问卷，本测评提供的结果，层层分析，抽丝剥茧，从整体分析到各因素分析，并且帮助客户分析了其所在组别的典型投资行为，为投资者提供详尽的信息。

#### （二）FinaMetrica风险偏好测评系统介绍

##### 1. 风险偏好测评的题目设计

FinaMetrica风险测评系统采用的是问卷方式，一共有25道题目，涉及投资者处理投资问题的态度、价值观和经历等方面，大约15分钟内能够完成。

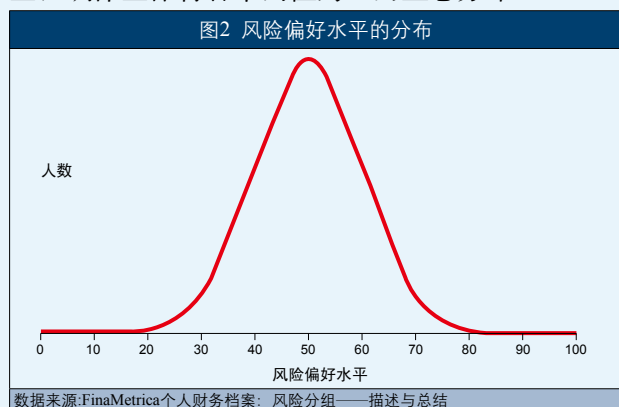
现有的这25个问题是从最初的57道问题当中通过统计数据的测算挑选出来的，之所以保留25个问题，是因为从某种程度上讲，问卷调查的准确度与问题的数量是一种平方函数的关系。风险偏好涉及的方面比较多，问题的设置不能少于20个。针对这项问卷调查所进行的统计学研究报告显示，该问卷调查结果的准确度超越了国际公认的标准。

题目包含六大方面的测评：过去的投资、适应财务状况的能力、预计的投资、贷款、进行投资决策时的态度、政府福利与税收优惠。其中“过去的投资”主要包括投资者在过去的投资中承受的风险水平，是否有过借钱投资的行为；

“适应财务状况的能力”主要询问投资者财务状况变糟时，心理上的适应程度；“预计的投资”主要衡量投资者在保持购买力及资本保值之间的权衡、对收益的要求以及能接受的最大跌幅；“贷款”主要询问在不确定的市场情况下，投资者是否会贷款投资；“进行投资决策时的态度”主要考察投资者进行投资决策时的心理状况，以及对未来前景的担忧程度；“政府福利与税收优惠”主要考察投资者是否会冒险获得政府福利或取得税收优惠。

## 2. 风险偏好测评的计分方法

FinaMetrica风险测评系统的一个最重要的创新在于它采用了相对法。通过统计学计算，总体投资者的风险偏好呈现正态分布，如图2所示，大部分人都集中在中间部分，所以我们可以通过计算Z值确定被测者与总体相比的偏离度，根据这个偏离度来判断被测者与整体相比的风险偏好程度。当然，随着被测人数的增加，数据更加丰富之后，为了具备更好的代表性，对照组会及时调整，确保整体符合中间值为50的正态分布。



在具体操作上，首先，将大约2000名测试者作为总体的代表，也就是对照组，算出被测者每道题的均值和方差。计算时，将每道题的答案按照风险偏好从低到高，A选项=1，B选项=2……依次类推。之后将每一个被测者的答案与这个对照组相比，测算其距离对照组的偏差。最后按照均值50，偏差10的正态分布计算总分。计算流程如

图3所示:



其中， $Z_N = \frac{\text{第N题的答案} - \text{第N题对照组的均值}}{\text{第N题对照组的标准差}}$  (N=1-25)

(当分母=0时， $Z_N=0$ )

$$Z_{avg} = \frac{Z_1 + Z_2 + \dots + Z_{25}}{25}$$

$$\text{最终得分} = 50 + Z_{avg} * 10$$

最后，按照表1所示的分组标准，将投资者划分入各风险组别。

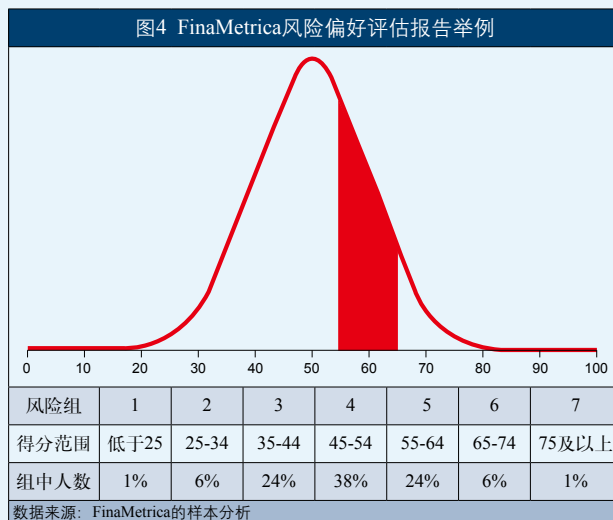
分数段	少于25	25-34	35-44	45-54	55-64	65-74	75及以上
风险组	1	2	3	4	5	6	7
风险偏好	极低	偏低	中低	中	中高	偏高	极高

数据来源: FinaMetrica技术手册

## 3. 风险测评的结果呈现

测试之后，该测评系统会提供一份风险偏好评估报告。该报告包括两部分内容：被测者的风险偏好程度和投资行为解析。

在风险偏好程度这个部分，报告以图形的方式为被测者定位，如图4所示，图形中红色部分即为被测者所处的位置，该被测者的风险偏好高于一般水平，属于第5组，即中高风险组。除此之外，报告还提供了每个分组的人数，被测者可以很容易地发现自己具体处于什么百分位，本例中被测者的风险偏好高于大概70%的投资者。



在投资行为解析部分，报告总结了被测者所在分组的典型特征，并指出被测者与该组的特征在哪些地方不匹配。比如，这名被测者处于第5组，这个组中多数人预计其投资组合的未来十年的平均收益会达到定期存款收益的2到2.5倍，而在题目中，被测者的预期收益选择的是定期存款收益的3倍以上，这一水平偏高，被测者应该适当降低预期。

### （三）FinaMetrica风险偏好测评系统与证券业务的结合

FinaMetrica 风险偏好测评系统在证券业的直接应用主要体现在投资者适当性服务方面。适当性服务主要分为三个层次：第一层是投资领域的准入；第二层是在销售和服务中必须满足的适当性原则，比如投资者风险承受能力与投资工具的匹配；第三层是在销售和服务中能增强投资者满意度和舒适度的适当性原则，比如针对投资者的偏好、性格和投资原理等的综合适当性匹配。本测评系统与证券业务的结合主要是在适当性服务的第三层。

首先，在改善投资者体验和投资绩效上，不仅可以根据客户的风险偏好级别提供不同的产品和服务，也可以结合客户的实际操作，提供改善建议，使客户在自己的舒适区域内投资。

其次，建立客户档案，实行长期投资者关系管理。财富管理和资产管理是证券行业未来发展的趋势，这就需要与客户建立长期的联系，需要对客户的全面了解和客户的充分信任。通过测

评，我们可以对每位客户建立档案，记录其风险资源及资产、收入等其他情况的变化，如果有合适的产品或服务及时推荐，并逐步建立长期的合作关系。

### （四）FinaMetrica风险偏好测评系统的应用延伸

FinaMetrica风险偏好测评系统不仅可以作为投资者分类的有力工具，金融服务机构也可以充分利用系统收集到的丰富数据，分析投资者行为，了解投资者偏好。

最基本的应用，是以系统现有数据为基础进行的统计分析。比如利用统计分析不同风险偏好的投资者在投资时的区别，了解各个组别的典型特征，以此为依据为客户提供更有针对性的服务。比如在“进行投资决策时的态度”这方面，如表2所示，FinaMetrica对比了七个组的差别（见表2）。

更进一步，我们可以结合客户的基本资料分析其倾向特征，为数据挖掘提供依据。数据挖掘的一个前提就是要找到影响变量的因子，该系统正好可以提供统计结果作为支撑。通过把客户的年龄、性别、学历等因子与风险偏好的结果进行相关性分析，很容易找到与客户风险偏好水平显著相关的因子。

最后，关于投资者偏好和态度的测量，都可以借鉴该测评系统的方法。投资者适当性服务不仅仅包括在风险上的匹配，也包括在偏好、态度、理念等方面的针对性服务。这些心理学概念的测度，相对法都是适用的，也是更科学的。SAC

表2 七个风险组在“进行投资决策时的态度”上的差异

风险组	1	2	3	4	5	6	7
对风险的看法	危险	危险，或不确定性	不确定性	不确定性	机会	机会	机会，或刺激
对自己决策的信心	几乎没有信心	几乎没有信心	有一些	有一些	有一些，或者比较有信心	比较有信心	非常有信心
对得失的关注程度	几乎只关注损失	通常只关注损失	通常只关注损失	通常只关注收益	通常只关注收益	通常只关注收益	只关注收益
决策后的感受	通常很消极	通常很消极	比较消极	比较积极	比较积极	比较积极，或非常积极	非常积极
过去承担的风险	很小	很小	很小到中等	中等	中等	较大	非常大

资料来源：FinaMetrica个人财务档案；风险分组——描述与总结