

重新思考退休：对生命周期投资新范式的深度解析

第一部分：执行摘要：对生命周期投资的根本性挑战

本报告旨在深度解析一篇具有颠覆性意义的学术论文——《超越现状：对生命周期投资建议的批判性评估》。该研究对现代投资建议的两大基石发起了根本性质疑：(1) 投资组合必须在股票和债券之间进行分散配置；(2) 投资者应随着年龄增长而降低股票配置比例¹。这一传统智慧不仅主导着投资教科书、专业资格认证（如CFA）以及大众理财书籍，更被固化于美国的监管法规之中，深刻影响着数亿美元的退休金资产管理模式。

该研究的核心发现堪称革命性的：对于一个典型的美国家庭而言，最优的生命周期投资策略并非传统的股债混合或随年龄调整的“滑行路径”（glidepath），而是一个在整个生命周期中保持惊人稳定的全股票投资组合。具体而言，该组合由大约三分之一的国内股票和三分之二的国际股票构成，无论投资者处于25岁的财富积累期还是85岁的退休消耗期，这一核心配置都几乎保持不变¹。

这一新范式的优越性并非微不足道，而是在所有关键的退休目标上都展现出压倒性优势。研究的模拟结果表明，与传统的60/40股债平衡型基金或主流的目标日期基金（Target-Date Funds, TDFs）相比，该最优策略在财富积累、资本保全和遗产规划三个维度上均表现更佳¹。其经济意义尤为显著：一个遵循典型目标日期基金策略的投资者，需要比遵循最优策略的投资者在其工作生涯中

多储蓄**63%**，才能在退休时达到同等的预期效用水平¹。这意味着，当前被广泛接受并制度化的投资建议，可能正在系统性地损害投资者的长期福利。

更深层次地，这项研究的贡献不止于提出一个更优的资产配置方案，它更促使我们重新定义长期投资的核心风险。传统观点将风险主要视为短期市场波动，因此引入与股票短期相关性较低的债券来平滑投资组合的净值曲线。然而，该论文通过其严谨的长期模拟揭示，对于一个以退休生活为目标的投资者而言，真正的、最致命的风险并非投资旅程的颠簸，而是未能抵达终点——即在生命终结前耗尽财富，或其购买力被通货膨胀严重侵蚀。研究表明，传统策略为了追求路径的平滑，牺牲了长期实际回报的增长潜力，反而显著增加了这种“终点风险”。因此，这篇论文实际上是在呼吁一场范式转移：将风险管理的焦点从统计层面的波动性，转向以最终目标为导向（goal-oriented）的长期购买力保全。

第二部分：解构现状：传统智慧的缺陷

为了充分理解该研究的颠覆性，我们必须首先审视其所挑战的“现状”是如何形成并得以巩固的。当前主流的生命周期投资理念并非仅仅是市场共识，而是一个由学术理论、行业实践和监管法规共同构建的、具有强大惯性的庞大生态系统。

这一现状的理论根基，可以追溯到几十年来金融经济学的发展。学者们提出，年轻投资者的“人力资本”（即未来收入的现值）具有类似债券的稳定属性。因此，在他们的总资产（金融资产+人力资本）中，年轻时可以承担更多金融风险，配置高比例股票。随着年龄增长，人力资本消耗殆尽，投资者应增加“安全”的债券配置，以对冲风险¹。同时，股票回报的均值回归特性也被认为是支持年轻人重仓股票的理由，因为长期持有可以平滑短期波动¹。这些理论共同指向了一个核心建议：股债分散，并随着年龄增长降低股票比例。

这一学术理论迅速被金融行业采纳，并体现在从注册金融分析师（CFA）的教材到戴夫·拉姆齐（Dave Ramsey）、苏茜·欧曼（Suze Orman）等大众理财专家的畅销书中¹。然而，将这一理念推向极致并使其制度化的，是2006年美国国会通过的《养老金保护法案》（Pension Protection Act, PPA）¹。该法案为雇主养老金计划（如401(k)）设立了“合格默认投资备选”（Qualified Default Investment Alternatives, QDIAs）的安全港。法案明确规定，QDIAs应基于“公认的投资理论”，通过股债混合配置，根据参与者的年龄提供不同程度的长期增值和资本保全¹。

这一法规的直接产物便是目标日期基金（TDFs）的爆炸式增长。TDFs通过其预设的“滑行路径”，自动为投资者降低股票比例、增加债券比例，完美契合了PPA的监管要求。对于不愿或无力主动管理账户的数百万员工而言，TDFs成为了法律认可的、由雇主选择的默认选项。其结果是，TDFs迅速成为美国默认养老金投资的主流，截至2023年底，其管理的总资产已高达3.5万亿美元¹。

由此可见，该研究所挑战的“现状”，其背后是强大的制度性惯性。TDFs的普及不仅因为它们简单易懂，更因为它们是监管机构、计划发起人（雇主）和资产管理公司三方合力的结果，是整个养老金体系中阻力最小的路径。因此，当该研究得出结论，认为TDFs的策略远非最优，甚至可能系统性地损害投资者福利时，它不仅仅是在进行一场学术辩论，而是在直接叩问一个价值数万亿美元的制度框架的合理性。这篇论文的分析表明，将一种特定的、可能存在缺陷的金融理论固化为法律和默认选项，可能会无意中将数百万投资者锁定在一条通往次优退休结果的道路上。要实现有意义的变革，仅仅说服个人投资者是不够的，它要求监管机构和计划发起人层面进行深刻的自省与重新评估，这无疑是一个更为艰巨的挑战。

第三部分：审视长期风险的新视角：研究的核心方法论

该研究之所以能得出与传统智慧截然不同的结论，其根源在于其独特且严谨的研究方法。作者们认为，传统生命周期投资模型最大的软肋(Achilles' heel)在于其对未来资产回报的建模方式¹。这些模型通常采用“参数化”方法，即研究者必须事先假设资产回报遵循某种特定的数学分布(如正态分布)，并挑选少数几个状态变量(如市盈率)来预测未来的回报、波动性和相关性。这种方法的致命缺陷在于，一旦模型设定有误或忽略了某些关键特征，其得出的“最优”投资组合也必然是错误的¹。

为了克服这一难题，该研究采用了一种截然不同的、更为先进的建模技术：非参数化块状自助法(nonparametric block bootstrap)¹。这一方法的核心思想是，与其凭空构建一个抽象的数学模型，不如让历史数据自己“说话”。它摒弃了对回报分布的任何预设，而是直接从真实的历史长河中汲取养分。

具体而言，该方法的工作流程如下：研究者首先建立了一个极其庞大的历史数据库，涵盖了39个发达国家自1890年以来的月度真实回报数据，总计超过2,600个国家-年度的数据量¹。在进行模拟时，程序会随机从这个数据库中抽取一个起始点(例如，1973年10月的英国)。然后，它不是只抽取这一个月的回报，而是抽取从该点开始的一个连续的、长达数年的“数据块”(在基准模型中，平均长度为120个月，即10年)¹。这个数据块包含了该时期内所有四类资产(国内股票、国际股票、政府债券、短期国库券)的连续月度回报。通过不断地、随机地拼接这些从不同国家、不同历史时期抽取的数据块，模型可以生成无数条长达投资者整个生命周期(例如75年)的、可能的未来回报路径¹。

这种方法的精妙之处在于，它同时保留了真实金融市场中两个至关重要的特性，而这些特性往往被传统模型所忽略：

1. 时间序列依赖性(**Time-series dependencies**)：金融市场的历史并非由一系列互不相关的随机事件组成，而是呈现出明显的“状态”或“政权”(regime)特征。例如，一个高通胀的月份之后，很可能仍然是高通胀；一个熊市的开端，往往预示着一段持续的下跌。通过抽取连续的“数据块”，该模型完整地保留了这种历史的“记忆”和惯性。相比之下，传统的独立同分布(IID)自助法会把所有历史月份的回报打乱，随机抽取，这完全破坏了市场状态的连续性¹。一个长达120个月的数据块，实际上代表了一个完整的经济时代——可能是70年代的滞胀，90年代的科技泡沫，或是2008年金融危机后的复苏。块状自助法承认，1974年的经济状况更有可能延续到1975年，而不是随机跳转到1999年的状态。正是这种对历史“情景”的尊重，使得模型能够“学习”到在某些特定宏观环境下(如持续的通胀期)，各类资产的真实表现。
2. 横截面依赖性(**Cross-sectional dependencies**)：在任何一个特定的时间点，不同资产类别之间的关系是复杂且动态的。例如，在某个高通胀的月份，股票、债券和现金的真实回报会以一种特定的方式相互作用。由于该模型每次都从同一个国家-月份中抽取所有四类资产的回报数据，它完美地保留了这种在真实世界中同时发生的、复杂的横截面相关性¹。

该研究通过一个精巧的对比实验(图6)，雄辩地证明了“方法即命运”。当研究者采用传统方法(仅限国内资产，使用IID自助法)时，模型得出的结论与传统智慧完全一致：在65岁退休时，投资者应将14%的资产配置于债券，48%配置于短期国库券。然而，当把方法切换为块状自助法，并加入国际股票作为投资选项时，结论发生了戏剧性的逆转：在退休时的最优组合中，债券和国库券的配置

比例骤降，其空间被国际股票完全取代¹。

这揭示了一个深刻的道理：传统投资建议之所以推崇债券，很大程度上是因为其分析方法未能捕捉到时间的真实结构。债券的长期风险，尤其是在特定宏观“政权”（如通胀期）下的巨大风险，只有在保留了历史连续性的块状自助法模型中才能被充分暴露。因此，该研究的核心论点不仅关乎资产类别的选择，更关乎我们如何理解和建模金融市场中的时间。它告诉我们，一个更尊重历史真实路径、承认经济状态具有持续性的模型，必然会导向一个与传统智慧截然不同的、更优的长期投资策略。

第四部分：揭示最优投资组合：终身致力于全球股票

基于其创新的方法论，该研究为生命周期投资者描绘了一幅全新的、与传统观念大相径庭的资产配置蓝图。其核心结论是，最优投资组合并非一个随着年龄增长而动态调整的股债混合体，而是一个在整个生命周期中都保持高度一致的全球化全股票组合。

该最优策略的构成极为简洁且稳定。在基准模型中，一个典型的家庭在长达70年（从25岁到95岁）的投资生涯中，其资产配置的 average 比例为：约**31%**的国内股票，**69%**的国际股票，总计99%的资金投资于股权类资产，而债券和短期国库券的配置几乎为零¹。这一配置比例在投资者的整个生命周期中表现出惊人的稳定性，直接否定了目标日期基金所依据的“滑行路径”理论，即随着退休临近而系统性地降低股票仓位¹。

研究中确实观察到一个看似例外的现象：在65岁退休的那个时点，最优组合中会短暂地出现27%的短期国库券配置。然而，这一现象并非向传统“安全”资产的战略性转移，而是一个由特定外部约束导致的战术性调整。作者们通过进一步的分析发现，这个现金头寸的出现，完全是为了应对“4%提款规则”这一僵化的退休金提取方式所带来的“回报顺序风险”（sequence-of-returns risk）¹。所谓“4%规则”，即退休第一年提取退休时总资产的4%，之后每年根据通胀率调整提取金额。这种固定的实际提款额度，使得退休初期的投资组合对市场下跌异常敏感。

为了验证这一点，研究者们进行了一个关键的测试：将提款规则从“退休时资产的4%”修改为更为灵活的“当前资产的4%”。在这个新规则下，提款额会随市场波动而自然调整。结果引人注目：65岁时的现金配置完全消失了，最优投资组合在整个生命周期中都保持为100%的全球股票¹。这一发现揭示了一个深刻的原理：在退休组合中持有现金或债券的需求，并非由投资者的年龄决定，而是由其负债（即提款需求）的

僵化程度所决定。对于一个有能力灵活调整生活开支的退休者而言，战略性地持有大量“安全”资产可能并无必要。现金的角色被重新定义为管理短期、确定性现金流的战术性流动性缓冲，而非用于实现长期资本保全的战略性资产。

此外，研究还发现，一个更为简单的固定权重策略（例如，永久保持33%的国内股票和67%的国际股票）所能达到的预期效用，与更复杂的、逐年优化的年龄基准策略几乎完全相同¹。这意味着，对

于绝大多数实践者而言，一个“一劳永逸”的、全球化的全股票投资组合，不仅在理论上接近最优，在操作上也极具可行性。这进一步强化了该研究的核心信息：成功的长期投资，关键在于依据年龄进行复杂的战术调整，而在于从一开始就选定正确的战略方向——坚定地、持续地投资于全球范围内的优质股权资产。

第五部分：伟大的分散化工具：为何国际股票完胜债券

该研究最具争议性的结论，莫过于宣称对于长期投资者而言，债券是一种劣质的分散化工具，其作用远不及国际股票。这一论断的证据基础，集中体现在论文对各类资产长期真实回报特性的精辟分析中，其核心数据见下表。

表1: 反对债券的长期证据(简化版)

该表总结了论文中表I的核心发现，对比了政府债券和国际股票在30年投资期内的关键风险收益特征。所有数据均基于对39个发达国家自1890年以来的月度真实回报的模拟。

衡量指标	政府债券	国际股票
30年期方差比率	2.30	0.75
与国内股票的30年期相关性	0.45	0.34
与通货膨胀的30年期相关性	-0.78	-0.01

资料来源：Anarkulova, Cederburg, and O'Doherty (2025) ¹

传统观念认为债券是“安全”资产，这一印象主要源于其在短期(如月度)名义价格波动性上低于股票。然而，当我们将评估的视角切换为退休投资者真正关心的维度——即长期的、经通胀调整后的真实购买力——债券的风险画像发生了根本性的逆转。

- 长期方差(风险)的反转：方差比率衡量的是长期回报的年化方差与短期(一年期)方差的比值。一个小于1的比率意味着资产的长期风险(按年化计算)低于短期风险，反之亦然。如上表所示，债券的30年期方差比率高达2.30，这意味着随着持有时间的拉长，债券的年化风险不降反升，是其短期风险的两倍还多。这背后反映了利率和通胀的长期趋势风险。相比之下，国际股票的30年期方差比率仅为0.75，表明其长期年化风险显著低于短期波动。简而言之，从长期来看，债券变得越来越“危险”，而股票则相对变得越来越“安全”¹。
- 长期分散化效果的衰减：分散化的核心价值在于资产之间的低相关性。在短期内，债券与国

- 内股票的相关性确实较低(月度为0.21)。然而,在30年的长周期中,二者的相关性显著上升至0.45。这意味着在决定长期财富积累的关键时期,债券提供的分散化保护作用大打折扣。相比之下,国际股票与国内股票的长期相关性则保持在更为稳定且较低的0.34水平,提供了更可靠的长期分散化效果¹。
3. 通胀对冲能力的巨大差异:对于退休者而言,最大的、无法回避的风险是通货膨胀,因为它直接侵蚀其生活所需的购买力。在这一点上,债券的表现堪称灾难性的。其与通胀在30年期内的相关性为惊人的-0.78,这意味着在高通胀时期,债券的真实价值会受到系统性的、毁灭性的打击。当退休者最需要资产保值以应对物价上涨时,债券恰恰是表现最差的资产。相反,国际股票与通胀的相关性近乎为零(-0.01),表现出卓越的购买力保全能力¹。这背后的逻辑在于,股票本质上是对全球实体经济中生产性资产和现金流的索取权,企业有能力通过提价将通胀成本转嫁给消费者,从而使其盈利和股息具备天然的长期通胀对冲属性,这是固定票息的债券所完全不具备的。

综上所述,该研究的分析揭示了一个令人不安的事实:债券作为“安全”资产的传统形象,是一种由短视和名义价值视角共同制造的幻觉。一旦采用长期和真实购买力的正确评估框架,债券便暴露其高风险的本质。它不仅在长期维度上风险更高、分散化效果更差,更重要的是,它在抵御退休者头号大敌——通货膨胀——方面表现得极其脆弱。因此,该研究的结论并非仅仅是国际股票比债券是“更好”的分散化工具,而是从根本上指出,对于追求长期真实财富保全的投资者而言,在其投资组合中大量配置债券,可能是一种与核心目标背道而驰的、适得其反的策略。

第六部分:量化表现差距:全面的结果分析

理论和方法的论证最终需要通过具体、量化的结果来体现其价值。该研究通过大规模的蒙特卡洛模拟,将最优策略与传统策略(以60/40平衡型基金和代表性目标日期基金为代表)进行了全方位的对比,其结果清晰地揭示了不同投资路径对投资者最终命运的深远影响。

表2:退休结果对比:最优策略 vs. 现状

该表整合了论文中表IV的关键数据,直观展示了不同策略在三个核心退休指标上的表现中位数。所有金额均为2022年美元价值。

衡量指标	最优年龄基准策略	目标日期基金 (TDF)	平衡型策略 (60/40)
退休时财富中位数	\$740,000	\$550,000	\$480,000
财务破产概率	6.7%	19.7%	16.9%

遗产财富中位数	\$960,000	\$270,000	\$350,000
---------	-----------	-----------	-----------

资料来源：Anarkulova, Cederburg, and O'Doherty (2025) ¹

6.1 财富积累

如表2所示，在财富积累方面，最优策略展现出显著优势。遵循最优策略的投资者，其退休时财富的中位数为74万美元，远高于TDF的55万美元和平衡型策略的48万美元 ¹。这意味着，通过坚持全球化的全股票配置，投资者能够更有效地利用资本市场的长期增长潜力，为退休生活奠定更坚实的财务基础。

6.2 退休保障(财务破产风险)

在资本保全方面，研究结果最具颠覆性。传统观点认为，TDF和平衡型基金通过配置债券来降低风险，从而为退休者提供更安全的保障。然而，模拟结果恰恰相反。这里的“财务破产”(Financial Ruin)被定义为在最后一位家庭成员去世前，退休储蓄账户余额降为零的概率。

结果显示，被认为是“安全”的TDF和平衡型策略，其导致投资者在生前耗尽财富的概率分别高达**19.7%和16.9%**。相比之下，看似“高风险”的全股票最优策略，其破产概率仅为**6.7%** ¹。这一惊人的反差揭示了传统“安全”观念的危险幻觉。TDFs通过在退休后大量配置债券，实际上是剥夺了投资组合在漫长的退休岁月中继续增长以对抗通胀和提款消耗的能力。它们在规避短期市场风险的同时，却极大地暴露于更致命的长期购买力风险和长寿风险之下，最终导致了更高的破产概率。真正的长期安全，并非来自波动性的缺失，而是来自持续创造真实回报的能力，而这正是全股票组合的核心优势。

6.3 遗产与传承

在遗产规划方面，不同策略导致的最终结果差异更为悬殊。最优策略下的遗产财富中位数高达96万美元，是TDF(27万美元)的三倍多，也远超平衡型策略(35万美元) ¹。这表明，全股票策略不仅能更好地满足投资者自身的退休生活需求，还能为其后代留下更为可观的财富。这得益于股权资产在整个退休期间持续的复利增长，而债券则基本上只能提供有限的、甚至为负的真实回报。

表3: 传统建议的隐性成本: 等效储蓄率

该表展示了遵循TDF和平衡型策略的投资者需要多高的储蓄率, 才能达到与遵循最优策略(假设储蓄率为10%)相同的预期退休效用。

投资策略	所需的等效储蓄率
最优年龄基准策略	10.00%
目标日期基金 (TDF)	16.27%
平衡型策略 (60/40)	19.44%

资料来源: Anarkulova, Cederburg, and O'Doherty (2025) ¹

为了将不同策略的综合表现浓缩为一个单一、直观的指标, 研究引入了“等效储蓄率”的概念。如表3所示, 假设一个遵循最优策略的投资者储蓄其收入的10%, 那么一个选择TDF的投资者需要将其储蓄率提高到**16.27%**(即多储蓄63%), 而选择平衡型策略的投资者则需要将储蓄率提高到**19.44%**(即多储蓄近一倍), 才能获得同等的退休生活满意度(即经济学上的“效用”)¹。这一指标清晰地量化了遵循传统建议所付出的巨大机会成本。

6.4 应对波动性(投资组合回撤)

当然, 全股票策略的优越表现并非没有代价, 其最直接的挑战便是更高的短期波动性。研究者们正面解决了这一行为金融学上的关键问题。分析显示, 在退休期间, 最优策略的平均最大回撤为47%, 确实高于TDF的40%。然而, 在评估极端风险时, 情况再次反转。最优策略的最差情况(95%分位数)下的最大回撤为73%, 显著优于TDF的89%¹。

这背后隐藏着一个重要的区别: 股票组合的回撤, 即使幅度很大, 也主要是由市场估值波动驱动的, 随着企业盈利的增长和市场情绪的恢复, 其价值有望回升。而TDF在最差情景下的巨大回撤, 则很可能是由高通胀环境驱动的, 这种环境会同时打击股票和债券, 尤其是对其大量持有的债券造成永久性的真实购买力损失, 这种损失是难以恢复的。因此, 尽管最优策略的旅程更为颠簸, 但它在抵御最恶劣的、系统性的宏观风险方面, 反而表现出更强的韧性。

第七部分：检验基石：全股票结论的稳健性

任何一项具有颠覆性结论的研究，都必须经受严格的压力测试，以证明其发现并非特定模型假设下的偶然产物。该研究在这一方面表现得尤为出色，通过一系列详尽的敏感性分析，反复检验其核心结论——即最优投资组合是几乎不含债券的全股票全球组合——的稳健性。结果表明，这一结论异常坚固，在各种 plausible 的情景下都基本保持不变。

研究主要围绕一个简化的最优固定权重策略（约1/3国内股票，2/3国际股票）进行测试，因为该策略的效用与更复杂的年龄基准策略几乎无差。如论文中的表VII所示，无论如何调整模型的关键参数，最优策略中债券和短期国库券的配置始终为零，其核心的全球股票结构保持稳定¹。

具体的稳健性测试涵盖了以下多个维度：

- 投资者偏好：研究者大幅调整了投资者的风险厌恶系数，从非常低的 $\gamma=0.5$ 到极高的 $\gamma=10.0$ 。传统理论认为，风险厌恶程度越高的投资者越应该持有更多安全资产。然而，在该模型中，即使是极度厌恶风险的投资者，其最优选择依然是全股票组合，而非债券。此外，即便是完全移除遗产动机（即投资者只关心自己的退休消费），结论也同样不变¹。
- 家庭与收入特征：模型测试了不同类型的家庭，包括单身女性、单身男性，以及具有不同初始收入水平和终生收入增长轨迹的投资者。尽管这些因素会显著影响储蓄的总量和节奏，但它们并未改变最优资产配置的结构。这暗示着，一个“一刀切”的全球股票策略，可能出人意料地适用于各种不同背景的投资者¹。
- 退休参数：研究还测试了不同的退休规划参数，包括将储蓄率从5%调整到15%，将退休年龄从62岁提前到70岁，以及采用不同的退休提款规则。所有这些调整，都未能动摇全股票策略的最优地位¹。
- 数据与方法：为排除历史数据特殊性的影响，研究者进行了多项数据筛选测试。例如，仅使用二战后的数据、排除所有美国的数据、或者只使用大市值国家的样本，这些都未改变结果。同时，改变块状自助法中的平均数据块长度（从60个月到240个月），同样不影响结论¹。
- 人力资本风险：最有力的一项测试，是关于劳动收入与股票市场回报的相关性。传统的人力资本理论认为，如果一个人的收入与股市高度相关（例如，金融从业者），那么他应该持有更多债券来对冲其“类股票”的人力资本风险。该研究测试了高达0.5的劳动收入-国内股市相关性。结果再次出人意料：在这种情况下，投资者确实会降低其风险敞口，但他们的方式是从国内股票转向国际股票，而不是买入债券¹。这一发现极具启发性，它表明国际股票的分散化特性是如此强大，以至于它不仅是比债券更好的增长工具，甚至在对冲系统性的人力资本风险方面，也是比债券更优的选择。
- 杠杆：在基准模型中，投资者被禁止使用杠杆。研究者放宽了这一限制，允许投资者以高于国库券利率的某个利差进行借贷。结果显示，只有当借贷成本低到不切实际的水平（年化利差仅为0.37%，这通常只有机构通过衍生品市场才能获得）时，债券才以15%的微小比例进入了投资组合，而且还是在一个加了100%杠杆的策略中。在任何现实的保证金贷款利率下，最优策略依然是全股票，只是可能会加上杠杆¹。

总而言之，这一系列严苛的测试共同指向一个强有力的结论：在长期、税收递延的退休投资框架下

，避免配置政府债券的建议并非一个在特定条件下才成立的边缘性判断，而是一个在几乎所有可想象的合理情景下都成立的、压倒性的发现。数据反复表明，对于追求长期真实财富最大化的投资者来说，几乎不存在一个能够通过持有政府债券来优化其预期效用的场景。

第八部分：结论：退休投资的新蓝图

通过采用更贴近现实的建模技术和覆盖全球百余年历史的宏大数据集，本报告所解析的研究有力地证明了，当前被奉为圭臬的生命周期投资智慧，可能建立在对长期风险与回报的错误理解之上。它为整个退休生态系统——从个人投资者到监管机构——描绘了一幅全新的、可能通往更优结果的蓝图。

对个人投资者的启示

对于个人投资者而言，这份研究提供的行动指南异常清晰和简洁：在整个生命周期中，维持一个高比例且稳定的、投资于全球股票的投资组合。成功的关键不再是试图根据年龄或市场状况进行复杂的择时或资产配置调整，而是转化为一种行为上的挑战：在市场剧烈回调期间，保持纪律，坚守阵地¹。研究表明，承受短期波动的“痛苦”，其回报是大幅提升的退休财富、显著降低的财务破产风险，以及为后代留下更丰厚遗产的更大可能性。投资者应当重新审视其投资组合，尤其是其中债券的配置，并认真考虑大幅增加国际股票的权重。

对财务顾问的启示

对于金融服务行业，这项研究的结论意味着一次深刻的自我反思。长期以来，财务顾问的核心价值主张之一，便是基于客户的年龄和风险偏好，设计精巧的股债混合“滑行路径”。然而，如果该研究的结论是正确的，那么这种传统模式可能已经过时。顾问的角色需要从“资产配置工程师”转变为**“行为教练”¹。其首要任务将是向客户清晰地阐释全股票策略背后的长期逻辑，帮助他们建立合理的预期，并陪伴他们度过不可避免的市场动荡期。价值的创造，将更多地体现在风险承受能力管理、长期规划的坚持以及避免客户做出情绪化的错误决策上，而非在股债之间进行战术性调仓。

对监管机构和计划发起人的启示

该研究对监管机构和养老金计划(如401(k))的设计者发出了最强烈的信号。研究提供了令人信服的证据,表明当前作为“合格默认投资备选”(QDIA)主流的目标日期基金,尽管初衷良好,但其内在设计可能正在系统性地引导投资者走向次优的退休结果¹。

因此,监管机构(如美国劳工部)迫切需要重新审视QDIA的定义和指导原则。基于“公认的投资理论”的提法需要与时俱进,纳入更多像本研究这样挑战传统范式的严谨证据。监管层应考虑鼓励或允许新一代的默认投资产品,这些产品具有更高且更稳定的全球股票配置。此外,对于《养老金保护法案》中“安全”的定义,也应进行重新诠释,将重点从规避短期波动性转向实现长期真实购买力的保全,这才是退休投资者真正的安全所在¹。

总而言之,这项研究并非对现有做法的微小修正,而是一次范式级别的挑战。它告诉我们,通过拥抱一个更全球化、更着眼于长期、更坚定于股权的投资哲学,退休生态系统中的所有参与者——投资者、顾问和政策制定者——都有可能共同构建一个更富裕、更安全的未来。然而,要实现这一愿景,需要我们首先有勇气去“超越现状”,并重新思考我们关于风险、安全和时间的根本信念。

引用的著作

1. [ssrn-4590406.pdf](#)