

对外经济贸易大学应用金融系列研究报告



中国家庭金融研究报告

ZHONGGUO JIATING JINRONG YANJIU BAOGAO

(2012—2013)



吴卫星◎主编



对外经济贸易大学出版社
University of International Business and Economics Press

对外经济贸易大学应用金融系列研究报告

中国家庭金融研究报告 (2012—2013)

吴卫星 主编

对外经济贸易大学出版社
中国·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

中国家庭金融研究报告. 2012~2013 / 吴卫星主编.
—北京: 对外经济贸易大学出版社, 2013
(对外经济贸易大学应用金融系列研究报告)
ISBN 978-7-5663-0914-3

I. ①中… II. ①吴… III. ①私人投资—研究报告—
中国—2012~2013 IV. ①F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 259981 号

© 2013 年 对外经济贸易大学出版社出版发行

版权所有 翻印必究

中国家庭金融研究报告 (2012—2013)

吴卫星 主编

责任编辑: 汪 洋 史伟明

对外经济贸易大学出版社

北京市朝阳区惠新东街 10 号 邮政编码: 100029

邮购电话: 010-64492338 发行部电话: 010-64492342

网址: <http://www.uibep.com> E-mail: uibep@126.com

唐山市润丰印务有限公司印装 新华书店北京发行所发行

成品尺寸: 170mm × 230mm 17.5 印张 352 千字

2013 年 12 月北京第 1 版 2013 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5663-0914-3

定价: 45.00 元

中国家庭金融研究报告 (2012—2013)

编 委 会

名誉主编 唐寿宁

主 编 吴卫星

副 主 编 (按姓氏拼音排序)

何丽芬 令狐汉卿 李雅君 齐天翔 沈 涛
吴 锟 魏先华 徐 芊 张琳琬

编 委 (按姓氏拼音排序)

边江泽 曹 流 常荣强 陈彦斌 蔡雅洁
董俊华 丁 霞 何丽芬 胡言庆 令狐汉卿
李 涛 吕学梁 李 烨 李雅君 刘子健
马满芬 缪欣君 牛 堃 邱艳春 屈源育
荣苹果 任小璨 沈 涛 王 璿 吴 锟
席秉璐 谢梦萱 徐 芊 徐 胜 杨 博
尹 豪 张海洋 张家臻 张琳琬 周 蕊
张运华 张越艳

致 谢

本报告创作人员感谢来自国家自然科学基金(编号: 71373043, 71331006)、国家社会科学基金(12BJY153)和教育部新世纪人才支持计划(编号: NCET - 10 - 0337)以及对外经济贸易大学“211 工程”校内启动建设课题对本研究的支持。

前 言

历史的创造大多数时候并不是惊天动地的。2006年 John Campbell 为美国金融学会发表主席演讲的时候，也许并没有想到他当时强调和倡导的“家庭金融”这个领域会在接下来的几年中迅速发展成为一个重要的学科领域，并正逐渐赢得与资产定价和公司金融两大传统金融学分支相提并论的地位，作为新兴的热点受到学界和实务界越来越多的重视。以研究家庭如何通过使用金融工具并参与金融市场来实现财务目标为主要内容，家庭金融关注的课题涉及家庭储蓄、资产组合行为以及借贷决定等，研究范畴从建立解释家庭金融决定的理论模型，到对家庭金融行为进行实证分析，以及分析这些决定和行为隐含的福利影响和政策意义。随着金融工具的加速创新和金融市场的繁荣发展，居民家庭越来越多地参与到复杂的金融决策中去，成为金融市场上不可忽视的力量，而家庭财富的积累也为这些决策创造了条件。家庭金融作为一个独立学科发展壮大，似乎并不让人感到意外。

《中国家庭金融研究报告（2012—2013）》由对外经济贸易大学应用金融研究中心组织完成，是关于中国居民家庭金融决策行为研究和分析的年度报告，也是继《中国家庭金融研究报告（2009—2010）》后课题组再次对中国家庭金融的现状和课题组本年度的相关研究进行总结分析。报告中涉及的数据来自北京奥尔多中心提供的“中国城镇居民经济状况与心态调查”数据。作为最早关注中国居民家庭金融决策行为的课题组之一，我们试图通过这一系列丛书的出版，记录和梳理中国居民家庭金融决策的行为特征，分析现象背后蕴含的决定因素，研究这些家庭金融行为的福利意义，试图为家庭部门和实务界提供借鉴，为金融市场和社会保障制度改革中的政策制定者提供建议和决策依据。

家庭的金融决策首先体现在家庭的资产组合选择上。在金融产品选择如此丰富的今天，传统经济学中“消费—储蓄”的框架显然过于简单。由于不同金融

工具的风险收益特征差异,家庭财富在不同资产上的差异化配置无疑将影响财富的积累速度,并造成家庭间的财产性收入的不均衡。这种由于家庭金融参与与行为造成的家庭财富不平等,与以前学界重点关注的劳动收入不平等相比呈现出不同的特点,需要得到更多的重视。因此,家庭拥有多少总资产,将这些资产投资到哪些资产类别上去,风险资产占资产的比例几何,哪些因素影响了家庭投资风险资产的行为;家庭选择多少负债,负债目的有哪些,什么影响了家庭的负债行为:这是我们在本次报告第一部分中的前三章首先要探讨的问题。

投资者态度和感受是研究家庭金融决策行为时的关键因素,也是家庭金融区别于公司金融的重要特点。人有喜怒哀乐,家庭金融就是致力于将这些主观的因素纳入到模型中去,得到源于现实同时又对现实有指导意义的结论。另一个对于家庭金融决策有重要意义的因素就是家庭的社会保障情况。社会保障可能通过对家庭现金流和家庭投资风险偏好的双重影响而对家庭投资产生影响。在家庭社会保障多轨制的今天,研究社会保障对家庭金融行为的影响有极为重要的现实意义和政策含义。报告第一部分的后三章将给出关于这些内容的论述。

知其然,知其所以然。报告的第二部分集结了课题组本年度对于家庭金融领域一些课题的研究成果,内容从家庭资产配置的國際比较到投资期限、自我效能、信任以及婚姻等因素对家庭金融行为的影响。课题组试图通过对这些专题的研究,逐步理清家庭金融领域内值得重点关注的因素。

可以看到,本书是中国居民家庭金融行为的忠实记录者,通过对家庭金融微观数据的分析和挖掘,总结中国居民家庭投资及相关因素的特征,并通过系列图书的出版,逐年记录这些特征的发展变迁。同时,本书力图做一个中国居民家庭金融行为的分析者。我们不止步于罗列调查数字,而是意图通过对数字背后现象的分析,得到更重要的理论结论和政策建议。当然,本书也想做一个中国居民家庭金融行为研究的推动者。家庭是社会的细胞,家庭的金融决策行为除了能够影响家庭自身的财富和福利,更能通过加总效应影响整个社会的宏观经济状况、资本市场定价以及风险累积。对家庭金融的研究并不会局限在对行为本身的刻画上,而将拓展到更宏观的层面,为金融市场改革的参与者提供决策依据。这是课题组希望通过本书传达的理念,也是我们努力的方向。

本年度的研究报告在调研和撰写的过程中,得到了对外经济贸易大学金融学

院和北京奥尔多研究中心的大力支持，课题组在此对他们的帮助表示由衷的感谢！

尽管课题组成员在成书过程中尽了自己的最大努力，但由于家庭金融像所有的学科一样内容浩繁，加之时间仓促、水平有限，报告中难免有不妥之处，敬请各位读者批评指正。

对外经济贸易大学应用金融研究中心
家庭金融研究组

目 录

第一部分 2012 年中国家庭投资者 微观调查数据分析

第 1 章 导言	(3)
第 2 章 投资者实力	(17)
2.1 投资者总资产	(17)
2.2 投资者总收入	(20)
2.3 投资者参与广泛性	(30)
第 3 章 投资者选择	(35)
3.1 投资者资产组合	(35)
3.2 投资者负债组合	(80)
第 4 章 投资者保障	(105)
4.1 社会保险范围	(105)
4.2 商业保险范围	(107)
第 5 章 投资者态度	(109)
5.1 投资者信任程度	(109)
5.2 投资者预期	(113)
5.3 投资者储蓄目的	(116)
5.4 投资者风险态度	(127)
第 6 章 投资者感受	(135)
6.1 投资者信任程度	(135)
6.2 投资者满意程度	(141)
6.3 投资者社会感受	(146)

第二部分 家庭金融文献研究部分:

寻找家庭财富演变的内在机制

第7章 中国城镇家庭资产配置及国际比较:基于微观数据的分析	(159)
7.1 引言	(159)
7.2 家庭资产配置的影响因素及国家间差距的成因分析	(160)
7.3 中国家庭资产配置的统计分析 & 国际比较	(163)
7.4 中国家庭资产配置的计量分析及国际比较	(176)
7.5 结论及政策建议	(179)
第8章 投资期限、生命周期与中国家庭投资者参与	(185)
8.1 引言	(185)
8.2 文献回顾	(186)
8.3 数据	(189)
8.4 投资期限与年龄	(191)
8.5 投资期限与投资者参与的实证分析	(196)
8.6 稳健性检验	(199)
8.7 结论和政策建议	(202)
第9章 自我效能与股票市场投资者参与	(207)
9.1 引言	(207)
9.2 理论分析及研究假设	(208)
9.3 研究设计	(211)
9.4 经验分析	(214)
9.5 结论及政策建议	(219)
第10章 信任与家庭资产配置	(225)
10.1 引言	(225)
10.2 信任的定义和特征	(227)
10.3 影响信任的因素	(228)
10.4 信任的度量	(228)
10.5 信任对经济变量的影响	(230)

10.6	实证研究信任与家庭股票持有情况的关系	(231)
10.7	总结	(245)
第 11 章	婚姻对家庭风险资产参与的影响	(249)
11.1	引言	(249)
11.2	数据和描述性统计	(251)
11.3	实证结果及分析	(256)
11.4	结论	(264)

第一部分

2012 年中国家庭 投资者微观调查 数据分析

第1章

导 言

近年来，金融市场快速发展，金融产品日渐丰富，投资者接触到更多投资知识和信息。投资者的投资行为不再是被动接受，而更多地表现为主动选择。这就要求研究者需要立足于投资者的视角，从他们的家庭的实力和所在环境等多方面考虑金融需求的新特点，构建基于投资者实际情况的评价体系，旨在反映以投资者需求为导向的市场发展新动向。

我们从理论上构建了投资者参与的评价体系，从投资者的个人家庭背景、经济情况和选择、风险和保障、态度和感受这四个方面来综合评价投资者参与决策的影响因素，并基于这四大类评价指标对投资者进行分组研究，以此反映不同人群间投资选择的差异。

利用北京奥尔多投资咨询中心所调查收集的投资者行为问卷数据，我们结合实证分析和理论研究两个方面的需要，提出了可以有效反映投资者参与信息并具有可操作性的评价方法。

我们选用类似绝对指数的评价方法，选取投资者整体参与和感受情况等因素来度量市场参与特征，而不是选用基于某一个体或基准的相对测度指标。这主要是基于评价体系的可延续性，如若因为参考基准本身发生改变而导致了评价结果的变动，则可能误导研究者对于投资者参与特征变化的认识。

1. 投资者的实力

投资者参与投资的首要前提是他们具有一定的经济基础以满足市场参与的要求。投资者的实力并不仅仅局限于其拥有的资产总量或净资产规模等存量指标，投资者的现有收入水平和支出情况等流量数据更突显其实力的未来可延续性。这

类“硬实力”指标不仅能表现出投资者能进入市场，达到最低资金量的标准，也能使投资者有效实现自己投资组合的配置目标。而近年来中国大中城市房价持续处在高位和上涨，使得自有住房成为投资者最需要关注的投资或支出项目。持有一定数量的住房不仅代表着投资者现有的经济实力，在社会普遍预期房价上涨的背景下更代表着他们可以从中获得资本收益的能力。此外投资者所持有的投资组合结构复杂程度也能反映出投资者具有的潜在投资知识和实力：投资者如果能够更为广泛的了解资产种类，并以更为分散化的方式进行资产配置，则表示其使用现有资产种类实现投资组合优化的能力更高。

我们以总资产规模和用途、总收入水平、消费分类和水平、住房拥有情况和四个标准评价，综合来评价投资者的实力，各项指标数值或者比例高，则代表投资者越具有经济实力和投资实力。

(1) 投资者总资产。根据问卷中对于家庭资产类别的划分，我们把总资产细分为现金、银行存款、股票、基金、外汇、债券、期货、住房公积金、保险金、收藏品、黄金、其他金融理财产品、借出款、家庭经营活动占有的自有资金、向企业或其他经营活动的投资（不包括股票和债券）、自有生产性固定资产、家庭耐用消费品、自有房屋（包括所有房产）和其他资产这 19 种资产，几乎涵盖了所有家庭可能持有的资产类别。我们首先从总体规模上度量投资者的现有存量经济实力，总资产越高代表着家庭可能越富有，数值高在投资者在市场参与方面越具有实力。我们并没有对资产区分为金融资产和非金融资产，或者流动资产与非流动资产。这是因为虽然不同资产类别在收益性、风险性和流动性等具有一定的差异，对于投资者个体而言并非具有相同的影响程度。但若按照某种权重将所有资产加总，则不可避免地带着个人主观因素，会导致评价标准的偏差，所以我们选择等权重的方式来构建基于投资者资产实力的评价指标。

(2) 投资者总收入。根据问卷中对于家庭收入类别的划分，我们把总收入细分为工资和奖金收入、家庭经营性收入、资本性收入、各种转移支付收入、医疗补贴、其他收入这 6 类收入，几乎涵盖了家庭所有可能获得的收入来源。这一评价角度从总体收入水平上度量了投资者的流量经济实力，也从另一个方面反映着资产积累能力。总收入水平越高代表着投资越有可能在较短时间内积累更多的财富，也代表着投资者越有能力在每期中承担更重的资金支出，越有能力承受短

期的损失。为了能够更好地区别投资者收入的结构和未来收入的稳定性，我们着重关注收入中工资和奖金收入以及资本性收入这两个重要收入组成部分，构建“投资者总收入”投资者实力一级指标下的二级评价指标。

① 投资者工资和奖金收入比重。通常由于劳动合同的保障，工资和奖金是投资者收入来源中较为稳定的组成部分，能够为投资者规划投资策略提供最为基础的保证。工资和奖金占总收入比重越高，投资者收入的稳定性也越强，反映出投资者参与实力的长期延续性。

② 投资者资本性收入比重。资本性收入包括利息、房屋租金收入、股票、债券、期货、外汇等利得和其他财产性收入等，反映出了投资者收入中源于投资的收益，对于投资者的市场参与具有正向激励作用。中国政府多次强调要提高人们资本性收入的比例，增加老百姓收入的来源，更好地分享经济发展的成果。这些资本性收入占总收入的比例越高，代表投资者的投资能力越高，但过高的比例也反映出未来收入存在较高波动风险性。

(3) 投资者住房情况。住房是人们最重要的需求（温饱需求），住房持有情况对于投资者参与决策也有重要影响。我们将投资者拥有住房的数量及价值作为度量投资住房情况的评价标准。拥有住房的数量价值不仅代表了对住房的投资，而且投资者会更有实力投资其他产品。但值得注意的是如果投资者是以较高比例的按揭贷款来满足拥有住房的需求，则可能会对其他市场参与可能性和参与深度产生负向影响，导致投资者对于其他资产的参与实力降低。

(4) 投资者参与广泛性。传统投资组合理论一般假设市场是完美的，参与投资和进行交易是不需要支付成本的。但现实的各类市场却远非完美，限制人们参与投资的“准入门槛”通常也各不相同：有些“准入门槛”或交易成本是有形且比较容易估计出的，而在其他一些市场中阻碍人们参与投资的障碍可能是无形且难以准确估计的。我们按照前述所指问卷中所涉及的19种资产类别，定义投资者参与广泛性为投资者持有的资产类别之和与所有资产类别之和的比值。这一指标反映出投资者能够参与到各个市场投资的实力，广泛性指标越高表明人们参与的实力越强，同时也表明投资者越有能力在各个市场中实现资产的分散化配置。

2. 投资者的选择

在具有了一定经济基础后，投资者不仅可以在给定的资产类别中进行选择，

而且还可以利用市场所具有的融资功能,通过现有的渠道借入资金,以实现资产配置的最优化,但不同的家庭由于偏好、实力和投资环境的不同会选择不尽相同的投资组合。投资者在参与市场、实现投资目标和提高个人效用的同时也将个人投资者与整个市场联系了起来,大量单个投资者选择结果汇聚起来则会改变市场整体的供求关系,个人投资选择偏好的变化也将通过这一隐形的链条最终带动整个市场对于各类资产需求和资产价格的波动。能够有效、准确和连续地观察到投资者参与选择的情况,使我们不仅能够评价投资者的参与程度,也能够观察到投资者在各种资产之间取舍偏好的改变。我们选择投资者资产组合、投资者负债组合和投资者期限选择三个方面作为投资者选择的一级评价标准。

(1) 投资者资产组合。投资者的资产组合即各类资产的比例,它反映了人们在种种因素共同影响后的“相对最优选择”。由于市场中的各种约束、投资者个人因素和投资者之间交互关系等限制了人们的选择,投资者通常难以实现理论中的最优投资组合。通过观察实际资产组合,可以评价投资者市场参与的相对集中度,即以投资者个人为参考基准,考察各种资产的相对集中程度,如果某些资产的占比指标较高则表明人们更加倾向于投资于该种资产,即该类资产更好地满足了普通投资者的投资需求。我们将投资者持有每类资产的价值与总资产的比值乘以100用以评价投资组合特征。

(2) 投资者负债组合。能够借入资金用以满足投资者的消费和投资需求是资本市场的一个重要特点,也是建立有效的资本市场的一个重要目的所在。但由于投资者个人的喜好、市场中的借贷约束和投资者的人力资本的不同,使人们的负债组合存在很大差异,同时投资者借贷资金的来源也从一个侧面反映出了他们所受到的金融抑制的影响。在此评价标准下分别设置负债可能性、负债构成和负债及资金来源三个二级投资者选择评价方面。

① 投资者负债可能性。根据我们的定义,如果投资者拥有某种负债则赋值为1,没有这类负债则赋值为0。由于持有负债的用途可以区分为投资和消费两个方面,所以我们没有构建类似于参与广泛性的综合指标,而是从各个种类的负债持有情况更为全面的呈现出家庭的负债信息。基于此考虑设置投资者负债构成和投资者负债资金来源两个三级评价标准。

② 投资者负债构成。不同类型负债的比例高低从一个方面反映着投资者消