

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(2009—2010)

ZHONGGUO JIATING JINRONG
YANJIU BAOGAO (2009—2010)

■ 吴卫星 齐天翔 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 (2009—2010)

主编 吴卫星 齐天翔

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: 2009 ~ 2010 / 吴卫星, 齐天翔主编. —北京: 对外经济贸易大学出版社, 2011
(对外经济贸易大学应用金融系列研究报告)
ISBN 978-7-5663-0176-5

I. ①中… II. ①吴… ②齐… III. ①私人投资 - 研究报告 - 中国 - 2009 ~ 2010 IV. ①F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 201759 号

© 2011 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 (2009—2010)

吴卫星 齐天翔 主编

责任编辑: 庄蕊 汪洋

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

山东省沂南县汇丰印刷有限公司印装 新华书店北京发行所发行

成品尺寸: 170mm × 230mm 23.5 印张 381 千字

2011 年 10 月北京第 1 版 2011 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5663-0176-5

印数: 0 001 - 2 000 册 定价: 58.00 元

致 谢

本报告创作人员感谢来自国家自然科学基金（71073020）、国家社会科学基金（06BJY087）、新世纪人才支持计划（NCET-10-0337）、霍英东青年教师基金项目（111086）、北京市哲学社会科学规划项目（10BaJG344）和教育部留学回国人员科研启动基金资助项目对本研究的支持。

中国家庭金融研究报告（2009—2010）

编 委 会

名誉主编	唐寿宁				
主 编	吴卫星	齐天翔			
副 主 编	徐 芊	魏先华	何丽芬	张 颖	
	张海洋				
编 委	操晓清	陈彦斌	韩金晓	胡懿琳	
	黄伊涵	来 挺	李 涛	李昕婧	
	刘芳君	刘 健	吕学梁	庞 搏	
	钱锦晔	钱 雨	全 鑫	荣苹果	
	沈 涛	王 宫	徐 胜	杨 博	
	易尽然	张运华	张琳琬	张越艳	
	张海洋	郑建明	郑卓琳		

本研究报告是对外经济贸易大学“211 工程”三期重大课题“后危机时代的中国金融市场发展”的系列研究报告的部分研究成果。

课 题 名 称：后危机时代的中国金融市场发展

课题总负责人：吴卫星 郭 敏

课题组核心专家：（按姓氏拼音排序）

边江泽	陈 涛	杜冬云	冯建芬
冯晓琦	郭 敏	何丽芬	贺炎林
刘立新	潘慧峰	齐天翔	宋国良
孙艳梅	粟 勤	田秀娟	陶利斌
王茂斌	吴 军	吴卫星	肖欣荣
俞鸿琳	余 湄	张海云	张海洋
张 颖			

对外经济贸易大学应用金融研究中心
家庭金融研究组

前 言

《中国家庭金融研究报告（2009—2010）》是对外经济贸易大学“211工程”三期重大课题“后危机时代的中国金融市场发展”的部分研究成果。本报告基于北京奥尔多中心的微观调查数据，由对外经济贸易大学应用金融研究中心组织完成的关于中国居民家庭金融发展的年度研究报告。

居民家庭金融研究是早期居民储蓄等相关研究的自然传承，近年得到学术界的高度重视，该领域的发展前景被一些著名学者认为可以与“公司金融”相媲美。伴随着家庭财富的快速积累，不同的资产配置策略将可能导致巨大的财富差异，而财富分布的不平等可能引发不同程度的社会问题。居民家庭实际投资组合的构成特点及其福利含义和居民家庭应该如何优化自己的投资组合就成为了社会各界需要给予充分关注的问题。近年来，居民家庭金融的研究不再仅仅局限于“消费—储蓄”这种简单的选择模式上，研究者开始关注家庭投资者如何在具体的消费计划以及各种无风险资产和风险资产之间进行最优化选择，家庭金融由此得到了理论界越来越高的重视。

家庭金融研究中最重要研究内容就是家庭的投资组合选择问题。以家庭为参与主体的投资者在其满足消费需求之外，如何在各种类别资产和负债之间进行选择？家庭投资策略的选取不仅仅影响单个家庭的财富变化、消费支出和劳动供给决策，也有可能宏观上影响整个资本市场的供求关系、资产价格和风险结构。而家庭收入和财富差距逐渐扩大、人口结构老龄化等问题也有可能对我国经济长期可持续性发展形成威胁，所以居民财富构成的一些特点也使得家庭投资组合的研究非常迫切。

金融产品日渐丰富，家庭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，本书立足于投资参与者的视角，从家庭的内在特征和外在环境等方面考虑金融需求的新特点，试图反映以投资者需求为导向的市场发展新动向。

本报告主要探讨了“中国家庭是如何投资的”这一重要问题。本报告根据实际调查数据,分析影响中国家庭投资组合的各种因素。力求将这些“答案的碎片”逐渐拼出家庭金融这一重要研究领域的轮廓,既为普通家庭了解投资组合理论、选择合理的投资策略提供一定借鉴,也为社会保障体系和金融市场的改革与发展提供重要的依据。

本报告共由两部分组成。第一部分是中国家庭投资者实际数据分析,根据2009年“中国城镇居民经济状况与心态调查”数据,按照实力、选择、保障、态度和感受等5个方面,综合研究投资者参与决策行为;第二部分是家庭金融专题研究,共13篇专题研究分为四节,其内容涵盖了影响家庭组合选择的因素、国内国际家庭投资行为比较和房产对于家庭投资组合的作用等方面。

本年度研究报告在研究和撰写过程中,得到了对外经济贸易大学金融学院和北京奥尔多中心的大力支持,他们在本报告的各个关键问题上给予了大力支持与帮助,使得本研究报告内容更加充实,在此表示诚挚的感谢!

尽管参加本年度研究报告编撰的各位同志都对自己执笔的内容进行了专门的潜心研究,但由于面临众多的新问题,加之时间仓促、水平有限,报告中难免不妥之处,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 1 部分 2009 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)
3.3 投资者投资期限	(104)
第 4 章 投资者保障	(107)
4.1 社会保险范围	(107)
4.2 商业保险范围	(109)
第 5 章 投资者态度	(111)
5.1 投资者信任程度	(111)
5.2 投资者预期	(116)
5.3 投资者储蓄目的	(119)
5.4 投资者风险态度	(130)
5.5 投资者预期收益基准	(137)
第 6 章 投资者感受	(147)
6.1 投资者幸福感	(147)

6.2	投资者满意程度	(153)
6.3	投资者社会感受	(158)

第2部分 家庭金融专题研究部分：
认识隐藏的规律

第7章	居民家庭投资组合：理论、实证及其挑战	(171)
7.1	引言	(171)
7.2	经典投资组合理论与居民家庭投资组合理论	(173)
7.3	居民家庭投资组合的实证分析	(175)
7.4	小结	(181)
第8章	哪些因素影响家庭投资组合	(189)
8.1	中国城市居民股票投资行为实证分析	(189)
8.2	能力效应、风险态度与城乡市场参与	(227)
第9章	国内、国际比较	(255)
9.1	家庭资产组合研究的国际比较	(255)
9.2	中美家庭风险性金融资产影响因素的对比研究	(294)
第10章	住房是否改变了我们的选择	(321)
10.1	中国居民家庭投资结构：基于生命周期、财富和住房的 实证分析	(321)
10.2	流动性、生命周期与投资组合相异性：中国投资者行为 调查实证分析	(340)

第 1 部分

2009 年中国家庭 投资者微观调查 数据分析

第 1 章

导 言

随着金融市场的快速发展，金融产品日渐丰富，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，这就要求研究者立足于投资参与者的视角，从他们的家庭实力和所在环境等方面考虑金融需求的新特点，构建基于投资者参与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，从投资者参与的实力、选择、保障、态度和感受 5 个方面来综合评价投资者参与决策的影响因素，并基于这 5 类评价指标对投资者进行分组研究，以此反映不同人群投资选择的差异。

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，再结合实证分析和理论研究两个方面的需要，我们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，选取投资者个体自身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”指标表明投资者是否有能力跨过金融市场中存在的“市场进入门槛”，

有效实现自己投资组合的配置目标。而随着近年来中国大中城市房价的上涨,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从另一个方面反映出投资者具有的潜在实力,投资者如果能够更为广泛地了解资产种类,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强。

我们以总资产规模、总收入水平、住房拥有情况和投资参与广泛度4个一级评价标准,综合评价投资者的实力,各项指标的数值或比例越高,则代表投资者越具有经济实力和投资实力。

1.1 投资者总资产。根据问卷中对于家庭资产类别的划分,我们定义总资产为现金、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、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)和其他资产共18种资产的总和,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,数值越高代表投资者在市场参与方面越具有实力。我们并没有将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、风险性和流动性等方面具有一定的差异,对于投资者的总体实力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,则不可避免的带来个人主观因素,从而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。

1.2 投资者总收入。根据问卷中对于家庭收入类别的划分,我们定义总收入为工资和奖金收入、家庭经营性收入、资本性收入、各种转移支付收入和医疗补贴共5类收入的综合,这也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水平上度量了投资者的流量经济实力,也从一个方面反映出资产积累能力。总收入水平越高代表着投资者越有可能在较短时间内积累更多的财富,数值越高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。为了能够更好的体现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”一级指标下的二级评价指标。

1.2.1 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。

1.2.2 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。我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的波动风险。

1.3 投资者住房情况。考虑到拥有住房对于满足人民“住有所居”这一重要生活需求的决定性作用，以及住房持有情况对于投资者参与决策的重要影响，我们将投资者拥有住房的数量作为度量投资住房情况的评价标准。拥有住房的数量越多不仅反映了投资者对于居住的需求得到了较好的满足，而且代表着投资者所持有的不动产价值可能更高。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。

1.4 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”通常各也不相同，有些“准入门槛”或交易成本是有形且比较容易被估计出的，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18中资产类别，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资金融通功能,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3个方面作为投资者选择的一级评价标准。

2.1 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。

2.2 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,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3个二级投资者选择评价方面。

2.2.1 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地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。

2.2.2 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费和投资意愿，当持有负债是为了能够有足够的或者更多的资金进行投资，某类用途比例较高表明投资者对于该类资产的投资意愿和投资热情较高；但如果投资者是为了消费或其他支出进而举债，较高的负债比例则代表着投资者平滑消费和支出冲击的能力。

2.2.3 投资者负债资金来源。由于借贷行为是以投资者个人信用为基础的，负债资金的来源就会从一定程度上反映出投资者个人信用的好坏。但同时我们也注意到，不同资金渠道的处理流程和质押要求等都存在明显差异，所以本评价角度的结论需要我们能够从更多的视角来发现投资者的资金需求特点和现存机制问题，并以此为基础提供更为便捷的金融工具。

2.3 投资者投资期限。投资者通常会为了未来的某种支出而提前进行相应的规划，并在各种资产之间进行必要的配置选择，以便到时能够有足够的资金来满足自己的需求，这就要求投资者事先选定合适的投资期限。此外，投资者个人的偏好和宏观经济情况的不同也会改变人们投资期限长短的选择。需要注意的是，一般投资期限越短的投资者会表现出越高的风险厌恶，这是因为一些具有高风险的资产在短时间内出现亏损的可能性较大，如果投资期限过短，则投资产生损失的可能性也就越大，这就会反向刺激投资者选择相对保险的资产类别。

3. 投资者的保障

虽然投资者可以利用自己持有的资产或者收入来应对未来可能出现的特殊情况，如养老、失业、财产损失或伤残等，但当出现这些情况时，投资者通常难以继续按照之前的规划来消费和投资，因而对原有的生活水平产生一定的影响。如果投资者事先参加或者购买一些保险，就可以应对一部分未来可能发生的不良事件的冲击。通常人们都会持有各种形式的社会保险用以保障基本生活需要，但额外的商业保险能够在更大程度上提高投资者未来生活的稳定性，减弱甚至避免某些事件的负面影响。在此，我们构建社会保险范围和商业保险范围两个层面的一级投资者保障评价方法。

3.1 社会保险范围。根据调查问卷中所涉及的5类社会保险来评价投资者持有的社会保险的保障范围，即养老保险、医疗保险、失业保险、工伤保险和生