

家庭财富水平对其金融资产配置的影响研究

摘 要

自改革开放以来,社会经济体量不断增长,我国居民家庭财富水平也随着人们各项收入的增长而得以迅速积累。与此同时,伴随着快速发展的金融市场,相关金融机构不断创新理财产品,居民的理财意识逐渐觉醒,人们不再满足于单一、低收益的金融产品,但是由于受到财富储量、风险偏好以及金融认知等因素的限制,我国居民金融资产配置结构性问题凸显,大多数中国家庭的金融资产配置结构呈现单一化趋势,以现金、银行存款为主的无风险金融资产在家庭金融资产配置中占据极大比重,而在风险金融资产上的配置较少,投资组合的多元化程度较低。这样的资产配置结构不仅不利于居民家庭抵抗市场风险,而且也不利于促进我国金融市场的发展与完善。

目前在金融市场上仍有部分金融理财产品存在最低买入金额,这对部分中小投资者存在门槛效应,限制其可以选择的金融资产种类,而家庭财富可以为居民配置金融资产提供经济支持,因此通过研究家庭财富水平与金融资产配置之间的关系,有助于从经济层面了解财富对金融资产配置行为的作用,从而优化家庭资产配置行为,在提高资产收益的同时也可以在一定程度上缓解家庭财富分布不平等的问题。

本文的主要研究内容是探究家庭财富水平对其金融资产配置行为的影响。首先,文章详细梳理以往文献,借鉴影响家庭资产配置的经典资产选择理论和近现代资产选择理论,在此基础上提出研究假说,并通过 2017 年的中国家庭金融调查(CHFS)数据对国内居民家庭的财富及金融资产配置特征进行详细的分析说明。在实证研究部分,文章以家庭净资产度量家庭财富水平,通过建立 Probit 模型和 OLS 模型探究其对于居民家庭投资参与金融资产情况、配置比重以及投资收益的影响。实证结果表明家庭财富水平对金融资产配置上具有显著影响,其中家庭财富水平对风险金融资产的边际影响更大,这表明当家庭财富水平上升时,居民参与风险金融资产配置的可能性比参与无风险金融资产配置的可能性更大。异质性分析发现,家庭财富对风险金融资产投资收益的边际影响并不会因为居民家庭位于不同区域、不同受教育程度而产生太大的差异。但是对于不同户口类型的居民家庭而言,其家庭财富的边际效应存在差异,对非农户口的居民家庭而言,其财富水平的边际影响高于农业户口的居民家庭。为克服内生性影响,本文采用同一区县其他家庭财富量的平均值作为家庭财富水平的工具变量,实证检验家庭财富水平对其金融资产配置的影响。最后,总结研究结论并提出相应的对策建议。

关键词: 家庭财富水平; 金融资产配置; 家庭金融; 金融资产投资收益

ABSTRACT

Since the reform and opening up, the social and economic volume has continued to grow, and the wealth of Chinese households has also been rapidly accumulated with the increase in people's income. At the same time, with the fast-developing financial market, relevant financial institutions continue to innovate financial products, and residents' financial awareness has gradually awakened. People are no longer satisfied with investing in single, low-yield financial products. Financial cognition and investment experience are restricted by factors such as financial asset allocation structural problems of Chinese residents. The financial asset allocation structure of most Chinese households is showing a trend of simplification. Non-risk financial assets, mainly cash and bank deposits, are used in household finance. Asset allocation occupies a large proportion, while the allocation of risky financial assets is less, and the degree of diversification of the investment portfolio is low. Such an asset allocation structure is not only unfavorable for households to resist the market risks caused by changes in the macro environment, but also unfavorable for promoting the development and improvement of my country's financial market.

At present, there are still some financial wealth management products in the financial market with a minimum purchase amount. This has a threshold effect on some small and medium investors, restricting the types of financial assets they can choose, and household wealth can provide financial support for residents to allocate financial assets. Therefore, By studying the relationship between household wealth level and financial asset allocation, it is helpful to understand the role of wealth on financial asset allocation behavior from the economic level, so as to optimize household asset allocation behavior, which can improve asset returns while mitigating to a certain extent. The problem of unequal distribution of family wealth.

The main research content of this article is to explore the influence of household wealth level on its financial asset allocation behavior. First, the article combs the previous literature in detail, draws on the classic asset selection theories and modern asset selection theories that affect household asset allocation, proposes research hypotheses on this basis, and uses the 2017 China Household Finance Survey (CHFS) data to assess domestic households The wealth and financial asset allocation characteristics of the company will be analyzed and explained in detail. In the part of

empirical research, the article measures household wealth level by household net assets, and explores its influence on household investment and participation in financial assets, allocation proportion and investment income through the establishment of Probit model and OLS model. The empirical results show that the household wealth level has a significant impact on the allocation of financial assets. Among them, the household wealth level has a greater marginal impact on risky financial assets. This indicates that when the household wealth level rises, residents are more likely to participate in risky financial asset allocation than participation. Risky financial asset allocation is more likely. The analysis of heterogeneity found that the marginal impact of household wealth on the investment income of risky financial assets will not be too different due to the fact that households are located in different regions and have different education levels. However, for households with different hukou types, the marginal effect of their family wealth is different. For non-agricultural households, the marginal impact of their wealth level is higher than that of agricultural households. In order to overcome the endogenous influence, this paper uses the average value of the wealth of other households in the same district and county as the instrumental variable of the household wealth level to empirically test the influence of the household wealth level on the allocation of financial assets. Finally, summarize the research conclusions and put forward corresponding countermeasures and suggestions.

Keywords: household wealth, financial asset allocation, household finance, financial asset investment income

图形目录

图 1-1 本文研究的技术路线.....	9
图 2-1 有效边界.....	13
图 2-2 效用无差异曲线与最优风险投资组合.....	15
图 3-1 2011-2017 年中国家庭户均资产（单位：万元）.....	20
图 3-2 2017 年中国居民家庭（同时拥有非金融和金融资产）资产分布.....	21
图 3-3 2017 年中国居民家庭非金融资产构成.....	22
图 3-4 2017 年城乡居民家庭住房构成.....	23
图 3-5 2017 年中国居民家庭的金融资产类型构成.....	24
图 3-6 2017 年中国居民家庭的金融市场参与情况.....	25
图 3-7 2017 年中国居民家庭配置金融资产的比重.....	25

表格目录

表 3-1	2017 年中国居民家庭资产分布	21
表 3-2	2017 年中国居民家庭各类风险金融资产配置	26
表 4-1	变量及赋值说明	31
表 4-2	变量的描述性统计	34
表 4-3	家庭财富水平对金融资产投资参与的影响：Probit 模型	37
表 4-4	家庭财富水平对金融资产选择的影响：OLS 模型	39
表 4-5	家庭财富水平对金融资产投资盈利的影响：OLS 模型	40
表 4-6	家庭财富水平对风险金融资产投资收益的影响：东部与非东部	41
表 4-7	家庭财富水平对风险金融资产投资收益的影响：农业户口与非农户口	42
表 4-8	家庭财富水平对风险金融资产投资收益的影响：高学历与非高学历	43
表 4-9	家庭财富水平影响其金融资产配置的稳健性检验	44
表 4-10	家庭财富水平影响其金融资产配置的内生性分析：2SLS 模型	46

目录

致 谢	I
摘 要	II
ABSTRACT.....	III
图形目录	V
表格目录	VI
第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.2 研究问题与内容	2
1.3 文献综述	3
1.3.1 家庭财富水平的研究现状	3
1.3.2 家庭金融资产配置行为的研究现状	4
1.3.3 家庭财富水平对其金融资产配置的影响研究现状	6
1.3.4 文献评述	7
1.4 研究思路与方法	8
1.4.1 研究思路	8
1.4.2 研究方法	9
1.4.3 技术路线	9
1.5 创新点与不足	10
1.5.1 创新点	10
1.5.2 不足之处	10
第 2 章 家庭财富水平对其金融资产配置的理论分析	12
2.1 影响家庭资产配置的经典理论分析	12
2.1.1 早期以流动性偏好理论为基础的资产选择理论	12
2.1.2 基于完全理性假设条件下的资产选择理论	12
2.1.3 基于有限理性假设条件下的资产选择理论	16
2.2 影响家庭资产配置的近现代理论分析	17
2.2.1 金融市场的门槛效应	17
2.2.2 金融资源的可获得性	17
2.2.3 财富水平的风险厌恶论	18
第 3 章 中国家庭财富及金融资产配置的分布特征	19
3.1 中国家庭财富水平分布特征	19
3.1.1 家庭财富以非金融资产为主	19

3.1.2	非金融资产以住房资产为主	21
3.1.3	城乡居民住房构成存在差异	22
3.2	中国家庭金融资产配置特征	23
3.2.1	金融资产以存款和现金为主	23
3.2.2	风险金融资产占比较低	24
3.2.3	风险金融资产以股票为主	26
3.3	本章小结	26
第4章	家庭财富影响其资产配置行为的实证分析	28
4.1	研究假说	28
4.2	实证设计及研究结果	28
4.2.1	数据来源	28
4.2.2	变量选取	29
4.2.3	变量描述性统计	33
4.2.4	模型设计	35
4.2.5	实证结果	36
4.3	异质性分析	40
4.3.1	不同区域的异质性样本回归	40
4.3.2	不同户口类型的异质性样本回归	41
4.3.3	不同受教育水平的异质性样本回归	42
4.4	稳健性检验	44
第5章	结论与政策建议	47
5.1	研究结论	47
5.2	政策建议	48
5.2.1	提高居民财富水平，促进家庭参与金融市场	48
5.2.2	加强金融市场监管，保障居民家庭合法权益	48
5.2.3	加快创新金融产品，满足居民多元化投资需求	49
5.2.4	拓展金融信息渠道，优化居民资产配置组合	49
参考文献	50

第1章 绪论

1.1 研究背景及意义

由于早期微观金融数据的可得性难度较高，因此在家庭金融(Household finance)方面的研究起步较晚，因而其研究体系并没有像宏观金融中的资产定价、公司金融等传统金融学科发展成熟，但是经过多年的探索，针对家庭经济行为的相关调查研究不断开展，有关家庭方面的微观金融数据逐渐为学者们所获得，因此家庭金融便逐渐成为微观金融中的重要研究对象。研究家庭金融其实就是以家庭为视角，从微观角度探索与家庭金融资产配置行为相关的影响因素，从而为优化家庭金融资产配置行为提出相应的对策建议，实现家庭财富水平的增长。与公司金融以及资产定价等学科的不同之处在于，家庭的资产选择行为受到更广泛的因素影响，因而其资产选择行为更加具有复杂性和不确定性。家庭作为微观经济运行的基础单位，其资产选择行为会通过链条式的传导影响整个国家宏观金融的发展，因此从家庭角度出发研究其金融资产配置行为对于一个国家资本市场的发展显得尤为重要。

自改革开放以来，我国社会经济体量不断增长，居民家庭财富水平也随着人们各项收入的增长而得以迅速积累。与此同时，我国金融市场也在不断发展，相关的金融中介机构职能不断完善，理财的操作方式也更加便捷，居民的理财意识逐渐觉醒，人们不再满足投资于单一、低收益的金融产品。为了满足居民家庭对于金融产品日益增长的需求，各大金融机构不断创新，针对市场上的投资需求开发出各类创新型金融理财产品，因此对于居民家庭而言，如何选择合适的理财产品从而对家庭的各项资产进行合理高效配置，并实现家庭财富的保值、增值目的，已经成为我国居民家庭日益重视的问题。

另外，尽管从整体上看我国经济体量得到迅速增长，但是收入差距日益增大、家庭财富分布不平等已经成为影响我国经济稳定增长、金融平稳发展的重要现实难题。除了年龄、受教育程度、风险态度等人口学特征因素会对居民家庭的投资决策产生影响之外，经济层面的家庭财富因素可以为居民在配置金融资产时提供资金支持，因而也会在一定程度上左右居民在金融资产配置上的抉择。一般而言，居民家庭的财富水平越高，其可以利用的闲余资金越多，因此可以投入金融市场的资金也越多，通过优化家庭资产配置行为，在提高资产收益的同时也可以在一定程度上缓解家庭财富分布不平等的问题。因此，通过分析居民家庭的资产配置行为，理解居民家庭财富水平与其金融资产配置之间的关系，对居民家庭、银行等各大金融机构以及政府组织都有着重要的现实意义。对于居民家庭而言，

可以根据自身的财富水平选择合适的理财产品，提高家庭资产配置收益的同时加速家庭财富积累。对于银行等各个金融机构而言，可以针对不同地区、不同财富水平的家庭设计推广相应的理财产品，在提高公司收益的同时也促进了一个地区的金融发展。对于政府机构组织而言，优化家庭资产配置结构、提高家庭参与金融市场，对于发展国内金融市场、完善相关监管体制有着重要的现实意义，同时居民家庭可以通过多元化的投资抵抗金融风险，对社会经济的稳定增长也有不小的助益。

1.2 研究问题与内容

本文选取西南财经大学的中国家庭金融调查（CHFS）2017 年数据，以家庭财富分布理论和家庭资产配置理论为理论基础，研究家庭财富对其金融资产配置的影响。本文的主要内容将分为如下几个部分：

第一章为绪论。首先阐述本次研究的国内背景和现实意义；其次通过查阅、梳理国内外相关研究现状，提炼已有的理论成果作为下文分析的基础；随后介绍本文研究的问题与内容以及主要使用的研究方法；最后根据本文的研究内容以及主要的研究思路和方法，分别从研究视角和研究指标两个层面总结提炼出文章的创新点，并简要说明文章存在的不足之处。

第二章为研究中的理论分析。本章介绍立论的理论基础，包括有关财富分布的金融发展理论、风险厌恶理论、收入结构理论以及基于货币投资需求、完全理性假设、有限理性假设条件下的资产选择理论。

第三章为现状考察部分。本章主要通过结合 CHFS2017 调查数据，对家庭财富水平以及中国家庭金融资产配置情况进行全面系统分析。

第四章为本文的实证研究设计与研究部分。第一部分：在第 1 节中，构建本文的实证模型，并介绍相关变量。在第 2 节中，对数据来源进行介绍并对数据处理结果进行说明。在第 3 节中，首先对相关变量进行描述性统计分析；其次在控制相关变量后，实证分析家庭财富对其金融资产配置的影响。第二部分：引入工具变量，采用两阶段最小二乘法进行计量回归，修正内生性问题产生的偏误。第三部分：考虑到家庭财富水平对其风险金融资产投资收益的影响可能会存在异质性，因此本节将从不同区域、不同户口类型以及不同受教育水平三个方面分别进行异质性回归分析。第五部分：为检验实证研究结果的稳健性，通过变换被解释变量的指标再次进行计量回归，并与原有的结果做比较。

第五章为研究结论和对策建议部分。

1.3 文献综述

1.3.1 家庭财富水平的研究现状

可以用货币计量的资产是判定家庭财富的前提条件,即家庭财富必须是在市场上可交易的、有交易价格的资产(郭雅琴,2018)。其中家庭财富主要由家庭资产构成。李涛、陈斌开(2014)按照资产存在的价值形态,将家庭资产划分为金融资产和非金融资产。能够在金融市场中进行交易的,并可能为投资者带来未来收益的资产就是金融资产,既包括现金、银行存款等无风险资产,也包括债券、基金、股票等风险金融资产;非金融资产则主要指实物资产,包括住房资产、土地、车辆以及用于生产或经营的固定资产。

一般而言,家庭资产总量越高,其家庭财富水平也就越高,因而能够有更多的资金投入金融市场,从而获得较高的资产收益,实现家庭财富的保值增值。周慧珺(2020)研究发现,对于财富水平相对较高的家庭而言,其愿意承担的风险更高,能够获得的潜在收益也越大,从而更有利于后期家庭财富水平的提升。倪云松(2020)通过整理分析2015年中国家庭金融调查(CHFS2015)和2017年中国家庭金融调查(CHFS2017)数据,认为财富水平对投资者的资产配置行为具有显著影响,即当家庭的财富水平上升时,家庭主要决策者会更加注重资产组合的多元化,并且由于具有一定的经济能力和风险抵抗能力,因而会提高在风险金融市场上的参与程度。吴卫星,齐天翔(2007)通过研究国内股票市场,发现参与股票市场的可能性以及参与深度会显著地因家庭财富水平的增长而增加。与此同时,吴卫星等(2016)通过对比国内家庭的资产负债情况发现,拥有较高初始资本的家庭相对于拥有较低初始资本的家庭而言,其能够在从资产的组合化配置中获取更大的收益并且享有更低的负债成本,这就使得财富水平越高的家庭越能够加速财富的积累,从而加剧家庭财富水平的不平等性。而陈彦斌(2008)通过研究影响城乡居民家庭融资能力的相关因素,发现家庭财富水平会在一定程度上影响居民家庭的融资能力,财富量越高的家庭,其融资能力越强。

然而不同财富水平的家庭可以获得的金融服务是存在差异的,另外,尽管目前互联网金融的发展大大扩展了金融的覆盖面,但是由于城乡地区的金融发展存在差异,进而导致不同财富水平、不同地区的家庭财富积累可能存在“马太效应”。

首先,不同财富水平的家庭可获得的金融服务不同。Honohan(2006)发现,发达国家中能够获得金融服务的家庭占总数的80%,而在大部分发展中国家中,能够获得金融服务的家庭比例只有小部分。同时,在一个国家中,富裕家庭也比贫困家庭更容易获得金融服务。另外,金融资本本质上是追逐利益的,Maurer等(2007)认为金融发展会优先选取金融效率较高的部门,市场会引导资金流向金

融效率更高的富人家庭，由此导致富人家庭占据了大量的金融资源，而穷人要想获得金融资源将会更难，最后富人阶级享受到金融发展的大部分红利，不利于缩小财富的不平等性。

其次，城乡二元结构导致金融发展存在差异，财富积累存在“马太效应”。针对目前中国还存在的城乡二元经济结构，林芳，高文书（2016）通过对比 2012 年宝鸡、成都和邯郸三地区城乡居民的财富状况，发现城乡地区的确存在财富不平等的现象，并且造成城镇地区财富不平的原因与造成农村地区财富不平等的原因之间存在差异。徐浩洋（2019）认为对于财富水平较高的人群而言，他们可用于投资房产和其他金融理财产品的资金相对较多，并且由于初始资本较大，因此所能够获得的资产价值和投资收益也会有所增加，“马太效应”便体现在家庭财富积累的过程中，即富者越富。

1.3.2 家庭金融资产配置行为的研究现状

John Campbell(2006)率先提出家庭金融的概念，深入探讨家庭应如何通过提高市场参与率和市场参与深度来实现金融资产的最优化配置。随着家庭金融领域研究逐渐兴起，有关家庭资产配置方面的探讨也在逐步深入。胡飞（2019）提出家庭金融资产配置是指居民根据家庭的整体情况和风险-收益偏好，从而通过利用各种金融产品来实现家庭资产最优化配置的行为。国内学者甘犁等（2013）通过对国内家庭金融的研究，发现中国家庭在配置家庭资产方面存在不合理的问题，家庭资产分散化程度较低，非金融资产在家庭总资产中占据极大比重，而金融资产也主要以流动性较强但收益较低的现金及银行存款为主。另外，吴卫星，吕学梁（2013）通过对比中国家庭资产配置情况与欧美等发达国家的家庭资产配置情况发现，中国家庭相对于欧美等发达国家的家庭而言更加偏好持有住房资产，但在风险金融市场上的参与程度较低，配置在股票、基金等风险金融理财产品上的资金较少。

由于单一的资产结构不利于居民家庭抵抗市场风险，也不利于居民家庭财富的积累，因此为探究影响居民家庭配置金融资产的相关因素，国内外学者分别从人口统计学特征、家庭特征以及个人主观幸福感等方面展开研究：

（1） 年龄

卢亚娟，王家华（2018）通过研究发现，年龄对家庭配置风险金融资产有显著的负向影响。随着家庭中老龄化人口的增多，家庭决策者会降低在风险金融资产上的配置比重，提高在保险上的开销支出。而贺小丹，陈鼎熙（2020）通过研究城镇家庭的金融资产配置行为与年龄之间的关系，发现家庭金融资产配置行为与老龄化程度呈现“U”型抛物线的非线性关系。即老龄化家庭不仅倾向于购买金

融理财产品,而且对风险依次提升的债券、基金和股票类金融资产的消费需求更加敏感。

(2) 性别

卢家昌,顾金宏(2010)通过在江苏南京的实地调研发现,家庭配置金融资产的行为并没有明显受到投资者的性别及投资预期的影响。但是肖作平等(2011)通过研究发现,性别对家庭参与风险金融市场有显著影响。在相同年龄段的情况下,家庭中的女性决策者通常比较厌恶风险,因此在风险金融市场上的参与程度以及持有风险金融资产的比重也会相对较低。但是贺小丹,陈鼎熙(2020)通过研究发现只有基金投资规模与户主的性别显著有关,男性相比女性对基金的投资规模较低。

(3) 受教育程度

Mankiw and Zeldes(1991)认为家庭投资决策者的受教育程度会对家庭配置金融资产行为产生影响。在其他条件尤其是家庭收入既定的前提下,当家庭户主的受教育水平不高时,其参与股票类风险金融市场的程度较低。同时,国内学者姚佳(2009)、周雅玲等(2017)也认同这个观点,认为居民的受教育程度会通过影响他们在金融方面的知识储备、理财技能以及获取信息的成本,进而对风险金融市场的参与率和持有比重产生显著的正向影响。

(4) 健康状况

李凤等(2016)研究发现家庭户主的健康状况对家庭财富量具有显著的正向影响。家庭户主的整体身体素质越健康,其家庭财富量越高,此外,身体素质越健康的户主家庭,其配置在风险金融资产上的资金额度越大,获得较高风险收益的可能性也就越大,因而能够加速家庭财富的积累。王稳,孙晓珂(2020)通过研究发现对于城市家庭和总资产水平较高的家庭而言,拥有医疗保险和提高自身健康状况能显著提高家庭在风险性金融市场的参与率,但对农村家庭及总资产较低家庭而言,这样的影响则不明显。

(5) 户主户口

管世源等(2019)通过研究发现,无论是在金融资产的配置总额上还是在金融资产的配置比例上,城乡居民家庭之间都存在明显的差异,并且在相关的影响因素研究中,年龄、性别、婚姻状况等人口统计因素对城镇居民家庭的投资决策的影响较小,家庭经济因素的影响较大;而对于农村居民家庭而言,家庭经济因素的影响较小,人口统计学特征因素的影响较大。

(6) 婚姻状况

Agnew等(2003)认为,未婚者比已婚者在投资决策上显得更加保守。王璘,吴卫星(2013)通过实证研究,认为单身女性决策者比已婚女性决策者更倾向于

将资产投向无风险或低风险金融资产，而是否已婚对于男性决策者在配置家庭资产时，并没有呈现出特别明显的差异。另外，通过家庭净资产来划分不同财富阶层的家庭后发现，中等收入或中等财富水平家庭的决策者比其他财富水平家庭的决策者更容易受到婚姻状况的影响，即中等财富家庭的女性决策者在进行配置风险金融资产时更容易受到婚姻状况的制约。

（7） 家庭人口规模

张剑，梁玲（2020）研究发现，家庭人口规模对发生风险性金融行为具有负面影响，即共同居住的家庭人口数越少，其持有风险金融资产的可能性就越高。吴卫星，李雅君（2016）认为影响家庭金融资产配置的相关因素中除了家庭人口规模，还包括家庭组成结构。研究结果表明，家庭组成结构对储蓄水平的显著性影响并没有产生太大的差异，但是在风险金融市场上的参与率和持有比重上存在差异性影响，由于独代居住家庭所需要承担的家庭负担较少，因而在金融资产上的投资比重会高于其他结构的家庭。

（8） 家庭人均收入

Arrondel（2002）通过美国 SCF 调查数据对家庭投资行为进行研究，发现家庭收入水平与家庭投资组合分散化程度之间存在显著相关性。Cardak, Wilkins（2008）通过研究澳大利亚家庭微观投资行为，发现人们投资于金融风险资产的概率会随着收入风险的增大而下降。而国内学者何兴强（2009）也证实了收入风险和家庭股票投资之间存在显著的负相关关系。

（9） 自有住房

陈莹等（2014）研究发现由于家庭的可投资资金规模是有限的，因此若家庭将大部分资金用于购买住房，那么配置在风险金融资产上的资金势必会有所减少，从而会降低持有风险金融资产的比重。管世源等（2019）通过研究发现对于农村居民而言，房产对家庭金融资产配置行为产生的影响并不显著，但是对城市居民家庭而言，由于新建商品房和二手房的市场价值较大，未来增值幅度较快，因此城市居民家庭更倾向于将房产作为投资首选，从而影响资金在金融资产上的配置。

（10） 个人幸福感

黎海燕（2020）认为主观幸福感对城乡居民家庭在进行金融资产配置时有显著影响。具体而言，主观幸福感越强的城镇居民家庭通常会减少参与股票的行为并降低股票持有比重，而越幸福的农村居民家庭却对股票投资无明显冒险意愿。

1.3.3 家庭财富水平对其金融资产配置的影响研究现状

随着中国经济的发展，居民家庭的财富水平随着各项收入的增加而迅速上升，居民的理财意识也在逐渐觉醒，如何优化家庭投资组合从而加速家庭财富积累已

经成为急需解决的现实问题。

国外学者 Carol C. Bertaut (1998) 认为个人的财富状况会显著影响居民的投资行为, 若个人的财富状况越良好, 那么他会提高投资额度, 尤其会提高在风险金融资产上的投资比重。Carroll (2002) 认为由于财富水平较高的家庭具有一定的经济实力和风险抵抗能力, 并且有能力承担多元化投资带来的成本, 因此他们的投资组合更加分散化。Campbell (2006) 研究发现, 投资者的风险偏好程度受到家庭财富水平的影响, 财富水平上升时, 居民抵抗风险的能力有所上升, 因而其风险偏好程度会有所增加, 导致居民家庭持有风险金融资产的比重会增加。一般而言, 财富水平越高的家庭, 可用于投资的初始资本越高, 因此出于对更高收益的追求可以承担更高的投资风险, 投资者的风险偏好发生了变化, 从而使得投资者将更多的资金投向风险金融市场, 最终由于高风险高收益加速家庭财富的积累。从中可以得出, 家庭财富水平确实会在一定程度上影响居民的资产配置行为, 并且主要通过以下两种路径实现: 一种是为投资者进入金融市场提供资金支持, 财富水平越高的家庭可以承受的投资成本越高, 可以选择的资产种类也越多; 另一种是通过提高投资者的风险承受能力来影响家庭参与金融市场的广度及深度。

近年来, 随着家庭微观调查数据的丰富, 关于我国居民家庭的金融投资行为也开始得到国内学界的广泛关注。吴远远, 李婧 (2019) 以家庭净资产和家庭收入代表家庭财富水平, 考察了财富水平对不同地区家庭进行金融资产配置时的门槛效应。研究结果发现, 东部地区相对于中西部地区, 受到财富水平的边际影响更大; 针对同一地区的家庭而言, 财富水平对家庭配置风险金融资产和无风险金融资产的边际影响方向存在差异, 财富水平对家庭配置风险金融资产存在正向影响, 而对家庭配置无风险金融资产存在负向影响。温虎 (2019) 分别从国家层面和省级层面按照家庭总资产和家庭总收入进行财富分层, 将不同财富阶层设为虚拟变量进行相应的研究, 发现与穷人家庭相比, 中等财富阶层家庭和高财富阶层家庭更容易参与到风险金融市场中, 并且在包括股票在内的风险金融市场的参与深度更高。唐莹 (2018) 认为为促进我国金融市场的健康发展, 优化家庭金融资产配置组合, 可以通过增加居民财富、拓展居民获取理财信息的渠道, 提高居民的理财技能来实现。尽管对于家庭财富水平的统计口径存在差异, 但是国内的相关研究也的确表明了家庭财富水平通常会通过家庭整体的风险承受能力、风险市场参与程度、社会互动程度等因素来影响其金融资产配置行为。

1.3.4 文献评述

综合以往文献研究上看, 国外对金融资产配置行为的研究起步较早, 由于具有丰富的家庭微观数据, 因此国外在财富水平对居民家庭金融资产配置行为上的

研究更为丰富。与此相比，尽管国内已有相关的家庭微观调查数据，但是从研究内容和研究视角上看，仍存在以下几个方面的不足：

从研究视角上看，目前已有文献都是从财富水平角度出发研究对居民家庭金融资产配置行为的影响，而资产配置行为通常用家庭参与金融市场的广度和深度来衡量，缺乏对持有金融资产收益的影响研究。另外，国内学者以家庭微观数据为基础，研究家庭财富水平与金融资产投资收益二者之间关系的实证文献目前尚有欠缺。

从研究指标上看，第一，对于家庭财富的界定在国内的学术研究中尚未存在一致的度量标准，大多数文献直接用家庭收入与消费水平来直接衡量家庭财富水平，但是考虑到收入及消费支出是流量指标，而财富是存量指标，它们并不可以完全等同，并且房产价值对于家庭财富水平具有显著影响，因此在构建家庭财富水平的指标上还有待考虑。第二，目前文献研究中对于金融资产配置收益的定义大多采用居民家庭对其金融资产配置的预期收益来衡量，并不能真实反映我国居民家庭在配置金融资产中的真实收益情况，因此在构建金融资产收益的指标上还有待考虑。第三，目前的大多数文献认为无风险金融资产仅包括银行存款及现金，但在这些研究中未能结合我国国情，没有考虑到股票账户中的现金余额和政府债券实际上也属于无风险金融资产，因此金融资产可根据风险情况进行进一步的详细划分。第四，未考虑家庭财富水平与金融资产配置收益之间可能存在的内生性问题，即金融资产配置收益可能会影响家庭财富水平，因此为了修正内生性问题产生的偏误，需要引入一个适合的工具变量。

因此针对现有研究的不足，本文将通过中国家庭金融调查（CHFS2017）数据加以分析研究，实证分析不同家庭财富对其金融资产配置的影响。

1.4 研究思路与方法

1.4.1 研究思路

本文的基本思路将按照“梳理文献搭建理论框架——现状分析——实证研究与检验——研究结果与对策建议”展开。通过梳理以往的参考文献，对家庭金融资产配置行为形成理论支撑，并在此过程中形成家庭财富水平影响金融资产配置行为的预期和研究假说，随后根据所得的数据对中国家庭财富特征及资产分布特征进行现状分析，通过实证研究剖析家庭财富水平的影响机制，最后根据研究结论为如何优化居民家庭金融资产配置行为、实现财富保值增值目的给出合理建议。

1.4.2 研究方法

本文的主要研究目的是为了探究家庭财富水平对其金融资产配置的影响,综合运用统计学、计量经济学等学科知识对核心问题进行初步探究。在分析与研究过程中,本文主要采用了文献研究和实证分析的研究方法。

1.4.3 技术路线

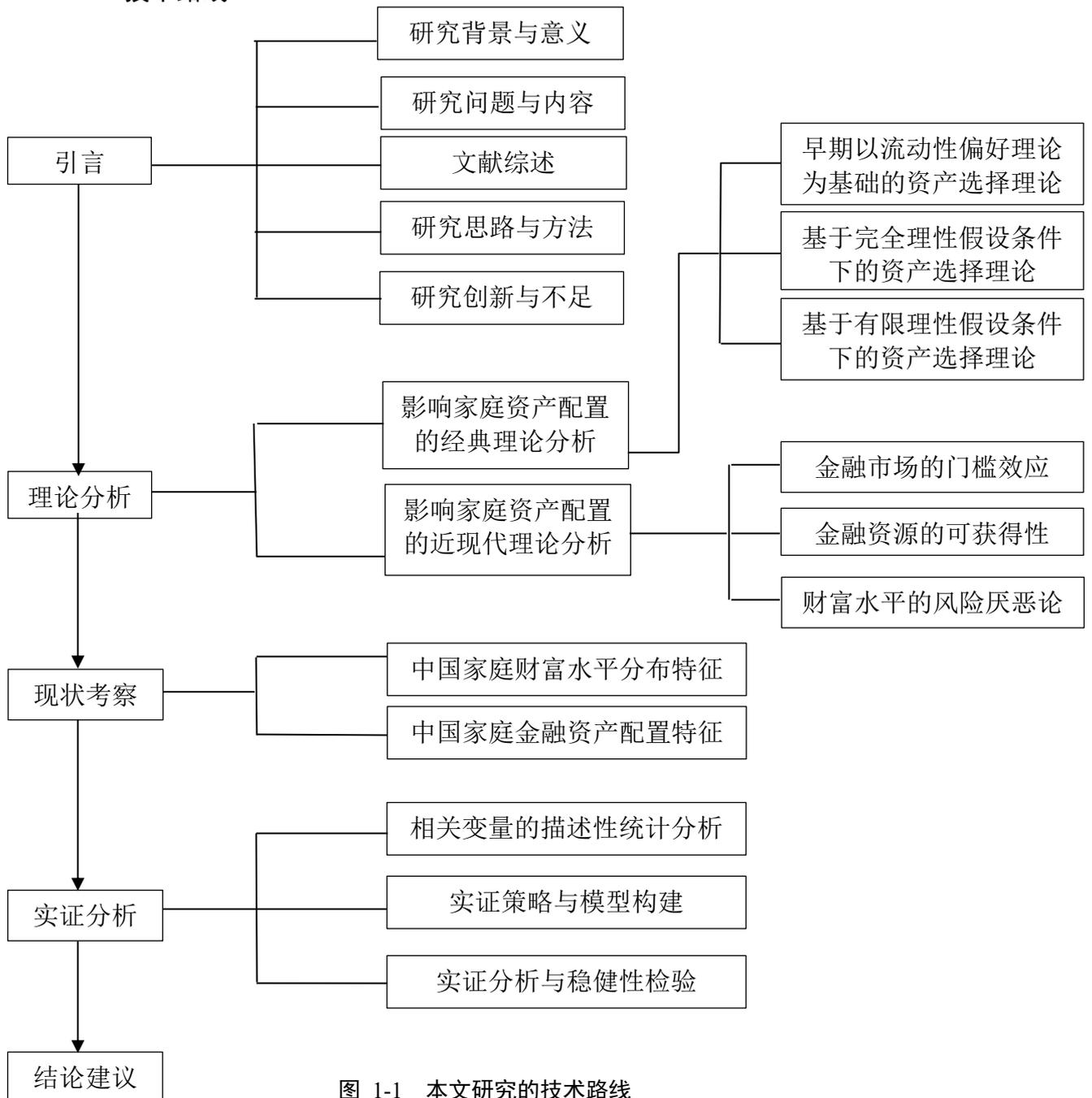


图 1-1 本文研究的技术路线

1.5 创新点与不足

1.5.1 创新点

研究视角创新。以往文献大多是从个人角度出发探究其对于家庭资产配置行为的作用机制，较少有文献从家庭整体财富水平的经济层面加以研究，更少有文献研究家庭财富与金融资产配置收益之间的关系。因此本文将从家庭财富水平的研究视角出发，探究其对于风险金融资产配置收益的影响。

研究指标创新。第一，大多数文献直接用家庭收入来直接衡量家庭财富水平，但是考虑到收入是流量指标，而财富是存量指标，二者之间并不可以完全等同，并且房产价值对于家庭财富水平具有显著影响，因此本文采用包含房产价值在内的家庭净资产来衡量家庭财富水平显得相对比较合理。第二，目前文献研究中对于金融资产配置收益的定义大多采用居民家庭对其金融资产配置的预期收益来衡量，并不能真实反映我国居民家庭在配置金融资产中的现实收益情况，因此本文在构建金融资产收益的指标上采用居民家庭的真实收入作为其持有该金融资产的收益，使得金融资产的收益更加符合现实。第三，本文依据我国的现实情况，将无风险金融资产和风险金融资产类别划分得更加清晰，将银行存款、现金、股票账户现金余额和政府债券划分进无风险金融资产，将股票、基金、包括企业债券及金融债券在内的非政府债券、金融衍生品、黄金、非人民币资产等划分为风险金融资产，使得无风险金融资产和风险金融资产指标划分得更详细、严谨。第四，引入工具变量。为了修正由于内生性问题对实证结果产生的偏误，本文参考尹志超，张诚（2019），李丁等（2019）的做法，经过反复测验，采用除本家庭之外的同一区县其他家庭财富量的平均值作为居民家庭财富水平的工具变量。一方面，同一区县的其他家庭平均财富水平会影响当地的经济的发展，而一个地区经济越发达，相关的房价及劳动工资等资产也会随之上涨，个体家庭的财富水平也就越高。因此，同一区县的其他家庭平均财富水平越高，个体家庭的财富水平可能也越高。另一方面，一个区县其他家庭平均财富水平与个体家庭配置金融资产行为没有直接关系，即个体家庭金融资产收益并不会对其他家庭的财富水平产生直接影响。因此，使用同一区县其他家庭平均财富量作为居民家庭财富水平影响其金融资产配置行为的工具变量是合适的。

1.5.2 不足之处

本文在研究过程中还存在一些不足之处：首先是没有得到最新的 CHFS2019 的调查数据用于实证分析，虽然 2019 年的中国家庭金融调查已经完成，但是由

于该数据库尚未对外开放，因此本文采用 CHFS2017 的调查数据用于研究分析，存在一定的滞后性。其次，本文原本想从 CHFS 历年的调查结果中分析家庭财富水平对其金融资产配置的影响，但考虑到中国家庭金融调查每两年开展一次，针对的调查对象不一定是同一户居民家庭，因此无法从时间序列上研究家庭金融的变化。

第2章 家庭财富水平对其金融资产配置的理论分析

2.1 影响家庭资产配置的经典理论分析

从家庭资产配置的理論发展角度出发,整个理论体系的发展大致经历了三个阶段:早期以流动性偏好为基础的资产选择理论、理性假设条件下的资产选择理论以及有限理性假设条件下的资产选择理论。

2.1.1 早期以流动性偏好理论为基础的资产选择理论

(1) 凯恩斯的流动性偏好理论

凯恩斯的流动性偏好理论认为货币具有最强的流动性,因此无论是出于交易、预防还是投机动机,人们都会要求部分资产保持一定的流动性和变现能力,因而产生了人们对于货币的需求。目前人们对于流动性的需求不再仅仅局限于货币资产,类似于活期存款、定期存款等也能够一定程度上满足人们对于流动性的需求,因此凯恩斯的流动性偏好理论也可以在一定程度上解释在配置家庭资产的行为中,人们往往更加倾向于配置无风险金融资产或低风险金融资产。

(2) 弗里德曼为代表的货币需求理论

在进一步的研究中,代表性学者弗里德曼认为影响其他资产需求的因素也必定影响货币需求,并强调货币需求主要是由永久性收入决定,而非现期实际收入,并基于该假设提出了货币需求函数,即

$$M = f\left(P, r_b, r_e, \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}, w, Y, u\right) \quad (1)$$

上述(1)式中, M 所代表的货币需求, P 为价格水平, r_b, r_e 分别表示的是有价证券资产中债权类(债券)和权益类(股票)投资的收益, w 表示非人力资产所占比重, Y 为家庭总收入积累规模, u 则表示扰动项。

通过弗里德曼的理论观点可以看出,不同资产组合收益的高低会影响人们最终持有货币的规模和水平,即居民的家庭资产选择会考虑货币对应的机会成本。从家庭资产配置角度来看,除了预期收益,家庭收入特别是家庭永久性收入也会影响居民的金融资产配置行为。

2.1.2 基于完全理性假设条件下的资产选择理论

完全理性假设认为,具有完全理性的行为人是时刻保持头脑清醒的,既不会冲动行事,也不会盲目追风,并且拥有相对完备的知识,他不仅可以根據过去的市场情况预测未来的市场波动,还可以完全掌握资源、宏观环境和交易对手等相

关信息，可以对所有可获得的信息进行分析、判断，进而作出有利于自身利益最大化的投资决策。

(1) 马科维茨的最优投资组合理论

马科维茨创造的现代投资组合理论（MPT）于 1952 年正式诞生，他的理论基于两个前提假设：一是投资者会追求期望收益的最大化，即在其他条件一定时，投资者倾向于选择收益大的金融资产配置方式；二是投资者会主动规避风险，也就是说当其他条件都相同时，投资者通常会倾向于选择配置风险最小的金融资产投资组合。在此基础假设之下，均值方差分析法和投资组合有效边界模型就此产生。

为了更直观的描绘出资产组合中风险与收益之间的关系，马科维茨率先采用方差和均值来定义投资组合的风险和预期收益，并在此基础上提出有效边界（efficient frontier）的概念，认为在某一确定风险的情况下，存在投资者能够获取最大收益的投资组合，或者在某一确定收益的情况下，存在投资者能够最大程度规避风险的投资组合，这样的投资组合所构成的集合就是有效边界。如**错误!未找到引用源**。所示，曲线 NB 表示的就是有效边界，表示在不同风险程度下，投资者所能够获取的最佳收益。而可供投资者选择的投资组合并不局限于有效边界，有效前沿 NB 以下的月牙型的封闭区域构成了可行集，投资者可以选择可行集中的任一投资组合进行资产配置。但根据完全理性人的前提假设，投资者会作出对自身利益最大化的行为决策，因此市场投资者都会追求最优资产组合，而最优资产组合将从有效集中产生。

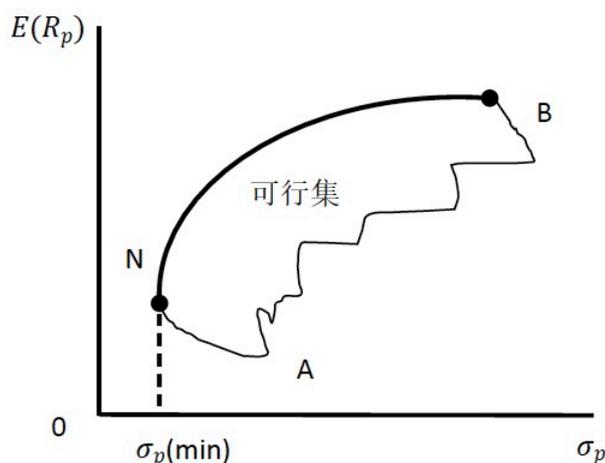


图 2-1 有效边界

根据马科维茨的观点，基于完全理性前提假设下的投资者并不会单纯的追求绝对收益的最大化或投资风险的最小化，而是会在综合考虑自身的经济情况以及对于风险的承受能力之后，再作出相应的投资决策。想要获取较高的投资收益，那么就要承担较高的投资风险，因此理性投资者所追求的效用最大化的投资组合

只会在有效边界上产生，即在风险既定的情况下，收益最大化的投资组合能够给投资者带来效用最大化，或者说是在收益既定的情况下，风险规避程度最大化的投资组合能够给投资者带来效用最大化。由此可以得出投资者的效用函数：

$$U = E(r) - \frac{1}{2}A\sigma^2 \quad (2)$$

上述（2）式中， U 表示投资者的效用值，即投资者的需求被满足的程度， A 表示投资者的风险厌恶系数， $E(r)$ 和 σ^2 分别表示投资的期望收益和风险。

尽管投资组合中的资产配置结构有所不同，但是带给投资者的满意程度却是有可能相同的，这些组合表现在均值方差坐标系中就是无差异曲线，如**错误!未找到引用源。**中 C_1 , C_2 , C_3 所示。不同的无差异曲线表示给投资者带来的效用是不同的，但在同一条无差异曲线上的任何投资组合都可以带给投资者相同的满意程度，并且由于高风险会被高收益弥补，曲线向右上方倾斜。投资组合给投资者带来的效用大小还可以通过无差异曲线的相对位置来判定，令投资者的满意程度越高，无差异曲线在坐标系中的相对位置也越高，即 $C_1 < C_2 < C_3$ 。同时，不同投资者之间的风险厌恶程度不同也可以从无差异曲线本身的陡峭程度上得以体现：若投资者对风险的忍受程度越高，其无差异曲线就会呈现越平缓的特点；若投资者对风险的厌恶程度越高，其无差异曲线就会呈现越陡峭的特点。

由于受到投资者对于风险接受能力的影响，因此在有效前沿 NB 的所有投资组合中存在一个对投资者而言最优的投资组合选择，即无差异曲线 C 与有效前沿 NB 的切点 P 。由于不同财富水平的投资者对于投资收益的偏好程度和对于投资风险的忍受程度有所差异，因此针对不同投资者的最优资产配置组合的选择也存在差异，进而导致由投资带来的收益也不尽相同。其中，对于风险忍受程度较弱的投资者，往往会选择主动规避风险，因此他们的无差异曲线就会越陡峭，其最优投资组合越接近 N 点；对于风险忍受程度较高的投资者，愿意为了获取更高的收益而选择承担一定的风险，因此他们的无差异曲线就会越平缓，其最优投资组合越接近 B 点。由此，即便每位投资者都选择最优资产组合，但是能够获得的投资收益也是不同的。

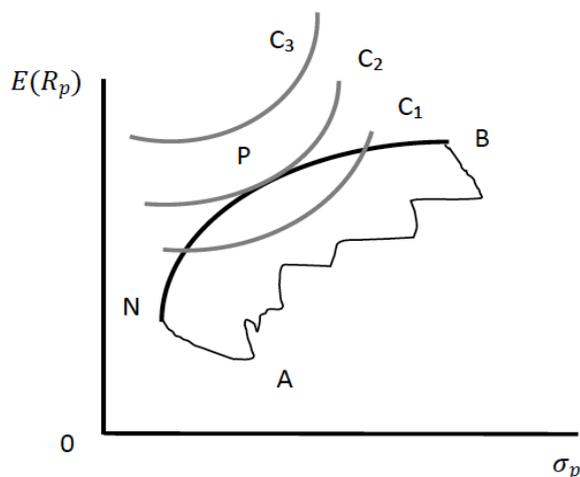


图 2-2 效用无差异曲线与最优风险投资组合

(2) 基于生命周期的资产选择理论

基于完全理性的前提假设之下，莫迪里安尼等人随之提出生命周期假说，该理论主要是为了刻画行为人在不同的生命周期阶段，其消费和收入比例之间的变化情况。该假说认为行为人能够通过预测未来所获得的收入来理性安排自己的开销支出，而非仅仅取决于现期收入。由于家庭可用于资产配置的资金来源于家庭总收入与家庭消费支出之间的差额，而通常家庭的财富水平越高，家庭的总收入也会越高，因此家庭的财富水平也会影响家庭的金融资产配置行为。

生命周期假说将人的生命周期主要划分为三个阶段：年轻、中年和老年时期。在年轻时期，由于刚刚踏入社会或者刚刚组建家庭，社会人力资源网尚未建成，在刚开始起步的工资薪资较低，因此现期收入较低，但是由于预期未来收入会增加，再加上年轻人超前消费的思维方式导致消费大于收入，家庭储蓄率较低。在中年时期，家庭收入增加，并且由于需要偿还青年阶段的债务以及为今后退休准备，因此该阶段的消费比重会下降，储蓄率有所上升。在老年时期，大部分人由于退休或身体原因不再工作导致收入大幅减少，这时的消费支出又会超过收入。因此，消费与收入之间的比例关系并不会一直维持在一个较为稳定的状态。为了估算整个生命周期的总收入，以便为不同阶段的消费决策提供支持，莫迪里安尼根据生命周期理论建立了总消费函数：

$$C_{t0} = \beta_1 Y_{t0} + \beta_2 Y_{t1} + \beta_3 A_{t0} \quad (3)$$

其中， β_1 表示现期收入边际消费倾向， β_2 表示预期收入边际消费倾向， β_3 表示现期财富边际消费倾向， Y_{t0} 和 Y_{t1} 分别表示现期收入和预期收入， A_{t0} 表示现期财富，而 C_{t0} 表示现期消费。

虽然家庭收入是构成家庭财富的重要来源，但是由于存在“马太效应”，财富水平越高的家庭，所能够获得的收入也会相对较高，因而两者之间互相影响。同时，由于家庭收入与家庭消费支出的差额是家庭用于配置金融资产的重要资金来

源，因此只有当家庭收入与家庭消费支出之间的差额保持一个增长趋势时，家庭用于配置金融资产的资金才有可能增长，因此家庭的金融资产选择行为会受到家庭收入的制约，而家庭收入又与家庭财富之间相互影响，所以家庭的金融资产配置行为会受到家庭财富水平的影响。

2.1.3 基于有限理性假设条件下的资产选择理论

早期的资产选择理论大多建立在行为人是“完全理性”的前提假设之下，认为行为人是时刻保持头脑清醒的，既不会冲动行事，也不会盲目追风，可以对所有可获得的信息进行分析、判断，进而作出有利于自身利益最大化的行为决策。然而通过对行为人投资行为的跟踪调查，发现行为人并不一定能够时时保持“理性”，也就是说他们有时候所作出的投资决策是“非理性”的。由此，部分学者们便重新思考基于“完全理性”条件下的资产选择理论，开始逐步放宽“完全理性”人的前提假设，试图通过行为金融理论来解释投资者的非理性行为。

行为金融学不同于以往的金融研究理论，认为投资者的心理因素会影响家庭的金融资产配置行为，进而影响获得金融资产的收益。在对家庭金融资产配置行为的研究中，行为金融理论不再以“理性人”为假设条件，而认为投资者的资产选择行为可能会受到更广泛的影响因素的制约，比如会受到风险偏好、个人主观幸福感等心理因素的影响，同时还可能会受到年龄、受教育程度等人口学特征的影响。因此对投资者进行心理及行为上的研究有着非常重要的意义。

芝加哥大学行为科学教授理查德·塞勒率先在行为金融学中引入“心理账户”理论来解释人们的非理性行为。该理论指出人们并不会把所有财富都放在一个账户中进行管理，而是会在心中建立起多个心理账户，并按照资金来源以及支出目标的不同将资金放入不同的账户之中以供使用，其中不可传递性是心理账户最本质的特征。不可传递性是指每个心理账户之间是不可以相互划转资金的，而是单独运作的，每个心理账户都有一套自身的运算规则。不可传递性导致每个心理分账户的资金收入和支出给人们所带来的效用是不同的，比如人们通过辛苦劳作所获得的工资收入和意外获得的财富分属于不同的心理账户，因此人们对这两个账户中资金的重视程度是不同的，从而导致其投资目标和支出方向也会有所不同。

“心理账户”理论揭示了家庭在选择金融资产组合过程中的心理认知，人们会根据自身的处境将家庭财富分别放置于不同的心理账户之中，并根据每一账户的目标及用途进行不同的投资。心理账户理论认为投资者通常会将家庭财富分置于两个心理分账户之中，一个心理分账户是为了避免贫穷，为了保持资产的流动性；另一个心理分账户则是为了创造更多的价值，承担一定的风险来换取相应的收益。因此，从行为金融学中的“心理账户”理论可以看出，投资者至少会将自身财富配

置于两个投资组合，分别是较低风险的安全投资组合和较高风险的高收益投资组合，并根据自身的风险-收益偏好，进而分配资金在两个投资组合之间的比例。

2.2 影响家庭资产配置的近现代理论分析

居民在家庭资产上的配置行为及其对应收益的积累都会受到家庭整体财富水平的影响。随着全球资本化市场的逐步发展和完善，居民家庭可利用的财富量逐年增长，因此可供居民家庭选择的资产种类更加丰富，收益来源更加多元化。在以往文献中，学者们根据不同的研究目的和需求从多个维度探究家庭财富水平对家庭参与金融市场行为的影响，本小结通过梳理总结已有文献的理论，分别从金融市场的门槛效应、金融资源的可获得性以及财富水平的风险厌恶论三个层面来对家庭财富水平是如何影响金融资产配置行为进行理论分析。

2.2.1 金融市场的门槛效应

随着金融市场的逐步发展以及相关制度的逐步完善，资本化市场对于投资者的准入门槛正在逐步降低，但是为了保护中小投资者的利益，目前在金融市场上仍有部分金融理财产品存在最低买入金额，这对部分中小投资者存在门槛效应，限制其可以选择的金融资产种类。然而近年来，随着国家经济的腾飞，居民家庭积累的财富水平逐年增长，可用于金融理财投资的资金逐年提高，因此居民家庭在金融市场上参与投资活动的门槛降低，即居民对于金融理财产品种类的可选择性提高。同时，随着金融基础设施建设水平的同步完善，传统金融对低财富水平家庭的“排斥效应”也将逐步被“覆盖效应”所替代，让更多低收入人群享受到金融服务产品带来的便利和高收益（张德贤，2018）。此外，财富水平的提高还能够优化家庭资产配置组合结构，在提高家庭资产组合抗风险能力的同时，还可以增加在金融理财产品上的收益。

2.2.2 金融资源的可获得性

学者 Shiller（2009）在研究中指出，由于金融市场由高财富水平群体主导，因此金融市场存在的“掠夺效应”会使得部分低收入人群并不能够完全享受到金融创新带来的福利效应。并且，相较于低财富群体，高财富群体所能够获得金融理财产品的信息渠道更多，得到的理财信息也更加具有及时性和准确性，因此高财富水平的群体更能够享受到金融资源带来的福利效应。然而随着我国区域金融发展水平的提升，尤其是普惠金融的推广，显著促进了金融资源在区域之间、区域内部的有效流动，提高了社会资源再分配的效率。与此同时，由于普惠金融等

政策更加倾向于低收入群体,因此金融资源在低收入群体之间也能够得以流动和利用,在提升社会金融包容度的同时,也在一定程度上实现了对低财富水平家庭的金融福利效应,从而有利于低收入群体逐步向中等收入群体转移,降低整体社会的财富不平等性。

2.2.3 财富水平的风险厌恶论

曾有学者指出,例如居民的收入水平、健康状况、教育水平等因素会对投资者的风险厌恶水平产生影响,进而影响居民家庭的金融资产配置行为(张凯,2017;王春瑾,2017;孙晓然,2018;陈秋,2018;李慧珍,2018)。但根据 Arrow(1966)、Bardhan(2006)等学者的观点,居民财富水平的变化也会影响居民的风险厌恶水平,而居民的风险厌恶水平又会影响其金融资产配置行为。随着居民财富量的不断积累,居民的厌恶水平呈现出“U”型形态,即居民的厌恶水平随着财富水平的增长经历了先降低后增加的过程。当财富水平从较低水平开始逐步增加时,家庭资产会提高参与风险金融市场的程度,但是当居民家庭财富水平增加到一定程度以后,家庭在风险金融资产上的配置比重反而呈现下降趋势,这可能存在财富水平的风险厌恶效应。

第3章 中国家庭财富及金融资产配置的分布特征

基于数据的可得性与科学性，本文的研究主要采用 CHFS2017 调查数据，从而对中国家庭财富水平分布特征以及家庭配置金融资产的情况进行现状分析。该大样本总数为 40010 户家庭，因为年龄、婚姻状况、受教育程度等人口学特征可能会影响家庭的资产配置，并且在 CHFS 的问卷调查中规定户主是特指受访者家里经济来源的主要承担者或家庭主事者，因此选取户主的人口学特征作为影响家庭投资决策行为的因素。另外，由于年龄过小或过大都会限制他们作出理性投资决策等能力，故将户主年龄小于 18 岁以及年龄大于 80 岁以上的样本进行剔除。同时，为保证收入结构以及家庭净资产结构的准确性，故将收入为负值以及家庭净资产为负值的家庭样本剔除，并剔除部分极端值、异常值以及影响实证的缺失值后，剩下的样本家庭数量为 34661 户。

3.1 中国家庭财富水平分布特征

3.1.1 家庭财富以非金融资产为主

自改革开放 40 多年以来，随着我国经济体量的不断增长，中国居民家庭可支配收入得以大幅增长，家庭财富得以积累，可投资资产规模也保持较快增长。其中，家庭资产是构成家庭财富的重要组成部分。根据家庭资产价值形式的差异，主要可以划分为金融资产和非金融资产。能够在金融市场中进行交易的，并可能为投资者带来未来收益的资产就是金融资产，既包括现金、银行存款等无风险资产，也包括债券、基金、股票等风险金融资产；非金融资产则主要指实物资产，包括住房资产、土地、车辆以及用于生产或经营的固定资产。然而家庭财富水平还受到家庭负债的影响，因此本文在借鉴已有研究的基础上，以家庭净资产，即家庭总资产与家庭总负债之间的差额来度量中国家庭的真实财富水平。

从图 3-1 中可以看出，自 2011 年以来，我国家庭的户均总资产在逐年增加。由 2011 年的 66.3 万元，增长到了 2017 年 113.7 万元，年均复合增长率达 9.4%。与此同时，由于存在家庭负债，因此采用家庭户均净资产来表示家庭的真实财富状况。从图 3-1 中可以得出，尽管存在家庭负债，但是由于家庭户均总资产增长幅度较大导致家庭户均净资产也在逐年增长。2011 年中国家庭户均净资产为 61.8 万元，2013 年的家庭户均净资产为 73.5 万元，2015 年的家庭户均净资产为 87.5 万元，2017 年增长到了 107.6 万元，年均复合增长率为 9.7%。这说明自 2011 年以来，中国家庭财富水平一直都保持一个较高的速度增长，并按照年均复合增长率，2019 年的家庭财富量有望达到 129.5 万元，2021 年则有望增长到 155.8 万

元。中国居民家庭财富水平将得到持续增长。

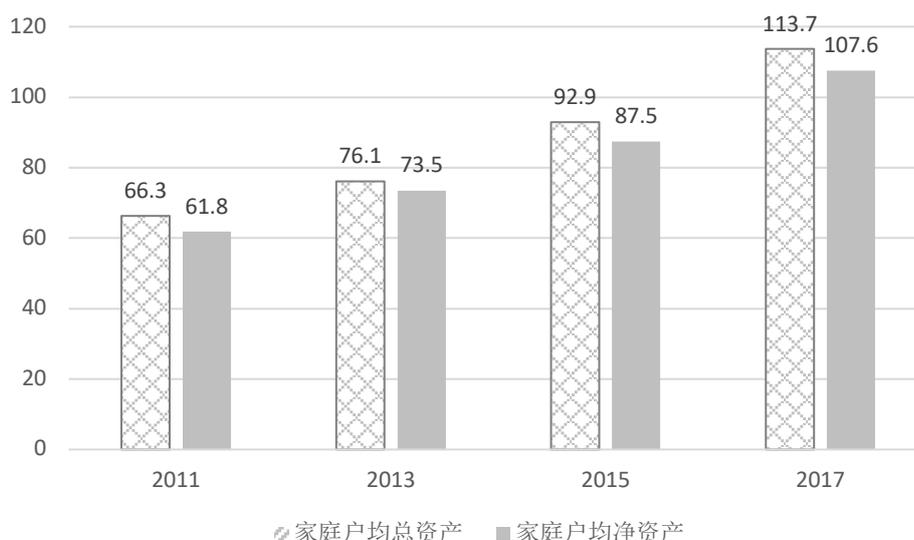


图 3-1 2011-2017 年中国家庭户均资产（单位：万元）

为了进一步了解中国家庭财富水平的构成情况，了解非金融资产以及金融资产在家庭资产中所占的比重，本文对 CHFS2017 年的调查数据进行了统计整理，其结果如表 3-1 所示。从表中可以看出，中国居民家庭户均非金融资产为 106.4 万元，占家庭户均资产的 93.55%，而家庭户均金融资产为 7.3 万元，仅占家庭户均资产的 6.45%。这表明我国居民在配置家庭资产时倾向于选择非金融资产，因而在金融资产上的配置比重较低。一方面可能是因为部分居民缺乏一定的金融理财能力，所以导致家庭在金融市场上的参与程度不高。另一方面是由于家庭可利用的闲散资金是有限的，家庭收入与家庭开支之间的差额是构成家庭投资资金的重要来源，而家庭收入是有限的，因此可供于家庭投资的资金是有限的。面对有限的投资资金，居民在配置家庭资产时往往会根据自身对风险的偏好程度、家庭的预期开支以及其他情况来选择投资的顺序及比重，即在开展下一项投资计划之前，首先要满足家庭的某一项或某几项投资已经达到了一定的水平。由于近年来住房资产的价值增长速度较快，这使得居民家庭为了实现财富水平的快速增长而通常会选择房产作为投资的首要选择。但由于存在房产的“挤出效应”，居民家庭投资房产必定会“挤占”一部分家庭可投资资金，因而会影响居民家庭在金融市场上的参与程度。

表 3-1 2017 年中国居民家庭资产分布

	家庭户均 非金融资 产	家庭户均金 融资产	家庭户均总 资产	家庭户均 总负债	家庭户均财 富量
资产（单 位：万元）	106.4	7.3	113.7	6.1	107.6
占比（单 位：%）	93.55%	6.45%			

由于被调查样本中可能存在部分家庭仅拥有非金融资产或者仅拥有金融资产的情况，因此为了使统计结果更加科学，针对同时拥有非金融资产和金融资产的居民家庭再次进行统计分析，其结果如图 3-2 所示。从图中可知，同时拥有非金融资产和金融资产的居民家庭中，其配置非金融资产的比重仍高达 92.67%，而配置金融资产的比重仅为 7.33%，其资产配置比重仍与上述结论一致，家庭配置非金融资产的比重远大于家庭配置金融资产的比重。

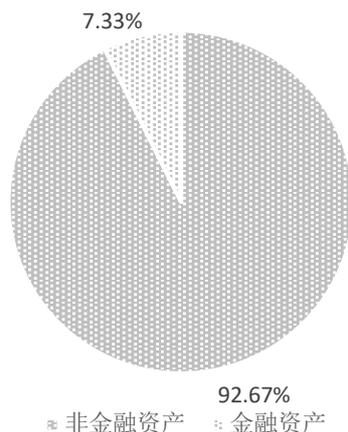


图 3-2 2017 年中国居民家庭（同时拥有非金融和金融资产）资产分布

3.1.2 非金融资产以住房资产为主

中国家庭财富的增长，一方面是由于收入的积累，另一方面则是由于财产的市场价值有所提升。由于非金融资产在家庭财富中占据极大比重，因此非金融资产的增长会导致家庭财富水平大幅增加，另外，根据家庭非金融资产增长的来源表明房产价值的增长是导致全国家庭非金融资产增长的重要原因，因此拥有自有住房资产的居民家庭将从房产价值大幅增长的过程中获得更多的财富积累。

从图 3-3 中可以看出，在我国居民家庭的非金融资产中，住房资产所占比重高达 65.86%，而包括车辆、土地以及生产性和经营性固定资产等在内的非金融资产只占家庭全部非金融资产中的 34.14%。一方面是因为受到传统观念的影响，

认为一个家庭必须拥有自己的住房，才不至于“流离失所”，另一方面是因为房产价值增速较快，助推了家庭投资房地产的热情。

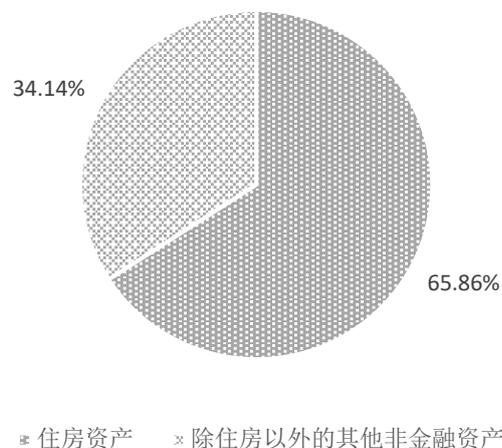


图 3-3 2017 年中国居民家庭非金融资产构成

住房资产不仅在家庭财富中占据极大比重，而且也是助推家庭财富增长的强大助力。根据《中国家庭财富调查报告（2018）》¹显示，2017 年住房资产净值增长额在家庭人均财富增长额中占据较大比重，占比为 68.74%，因而住房资产净值的增长是推动家庭财富增长的重要因素。另外，与 2016 年相比，家庭人均财富增长幅度为 14.94%，低于居民家庭住房资产净值的增长幅度 15.56%，这也可以从侧面反映出居民家庭热衷于投资房地产的原因。

3.1.3 城乡居民住房构成存在差异

其中，中国城镇居民家庭和农村居民家庭持有住房资产的类型存在明显差异，再加上不同类型的住房资产的价值增长幅度有所差异，因此城乡居民家庭财富增长水平有所不同。由图 3-4 所示，在城镇居民家庭持有的住房资产中，购买住房资产类型为新建商品房的占比近五成，自建或扩建住房其次，占比达 25.67%，购买二手商品房占比为 14.42%，包括继承等其他情况占比 9.41%。另外，在农村居民家庭持有的住房资产中，自建或扩建住房占据极大比重，占比达 78.95%，而购买新建商品房以及二手商品房分别仅占 6.35%和 2.33%，其他情况占 12.38%。在住房资产中，由于农村宅基地的市场交易尚未完全开放，因此自建住房的市场价值相对较低，并且增值幅度有限；而新建商品房及二手商品房可以在市场上进行流通转让，并可以用于出租、抵押贷款等，因此市场价值较高，价值增长幅度较快，由此导致城乡居民家庭财富增长速度存在差异。

¹ 来源：经济日报社中国经济趋势研究院

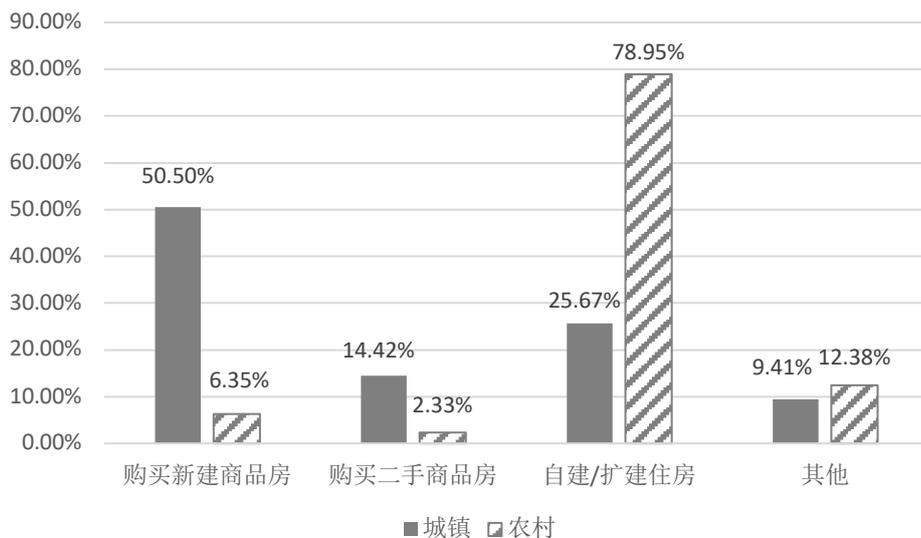


图 3-4 2017 年城乡居民家庭住房构成

总之，根据 CHFS2011、2015 以及 2017 的调查结果，我国家庭财富水平始终保持一个较高的速度稳定增长，但是我国居民家庭的投资风险尚未得到有效的分散。单一化的投资方式使得非金融资产在家庭总资产中占据极大比重，尤其是住房资产成为了非金融资产中的重要组成部分。一方面，由于近年来房地产行业的大力发展以及部分金融机构的炒作怂恿，使得房产价值不断攀升，再加上中国传统观念成“家”立业的影响，使得居民购买、投资房地产的热情不断上涨。另一方面，由于金融市场具有较强的不确定性，因此居民家庭在配置金融资产时仍保持较为谨慎的心态，再加上部分居民家庭缺乏一定的金融理财能力，从而影响居民家庭的资产配置选择，使其更加倾向于配置住房资产。住房资产不仅在家庭财富中占据极大比重，而且由于房价的上涨也会带动居民家庭财富水平的上升。通过统计可知，城镇居民家庭多以购买新建商品房为主，农村居民家庭多以自建住房为主，无论是从市场价值角度来看还是从未来增值空间来看，新建商品房都比自建住房拥有更大的价值，因此家庭住房类型的差异将导致城乡居民家庭财富水平的增长速度存在差异。

3.2 中国家庭金融资产配置特征

3.2.1 金融资产以存款和现金为主

家庭金融资产包括活期存款、定期存款、现金、股票余额账户、政府债券、借出款以及股票、基金、非政府债券、非人民币资产、黄金、金融衍生品和其他金融资产。从居民家庭配置各类金融资产情况来看，银行存款和现金是最主要的金融资产，占比接近六成。由图 3-5 可知，在 2017 年中国居民家庭在银行存款

上的资金为 147264 万元，占金融资产总额的 53.47%；现金资产为 22189 万元，占金融资产总额的 8.06%；股票账户中的现金余额为 16767 万元，占金融资产总额的 6.09%；政府债券为 2464 万元，仅占金融资产总额的 0.89%，借出款占比 17.32%。根据凯恩斯的流动性偏好理论，居民更加偏好配置流动性强但收益较低的资产，因此居民家庭更加倾向于持有银行存款和现金，这符合目前中国家庭的现状。另外，在包括活期存款、定期存款、现金、股票余额账户、政府债券在内的无风险金融资产中，虽然现金的流动性强于银行存款，但是由于银行存款存在利息收入，因此居民家庭会更青睐于持有银行存款。

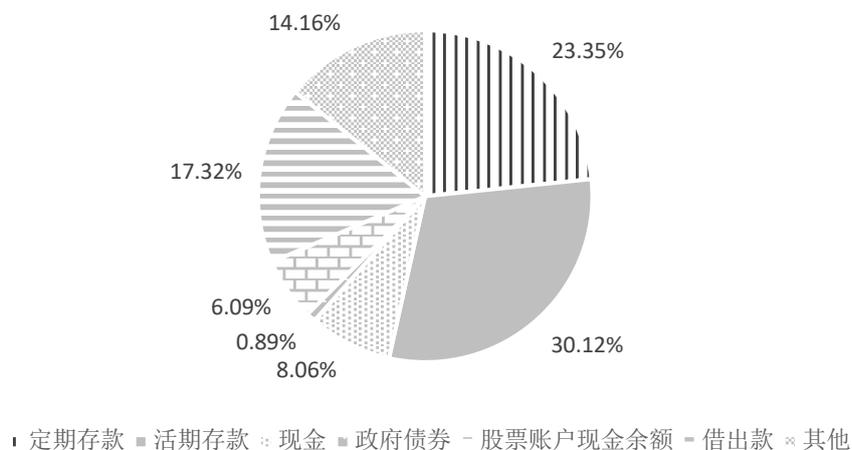


图 3-5 2017 年中国居民家庭的金融资产类型构成

3.2.2 风险金融资产占比较低

尽管房产对家庭配置金融资产具有一定的“挤占效应”，但随着金融市场的发展完善以及家庭财富的积累，居民的理财意识逐渐觉醒，居民开始逐渐尝试将家庭资产投向金融资产。从图 3-6 中可知，在参与金融市场的家庭中，仅拥有无风险金融资产的居民家庭占比 76.05%，而仅拥有风险金融资产的居民家庭仅占 1.39%，既参与无风险金融市场又参与风险金融市场的居民家庭占比为 22.56%。由此可知，在参与金融市场的样本家庭中，仅有 23.95% 的中国居民家庭参与投资风险金融资产，我国居民家庭金融资产结构单一。

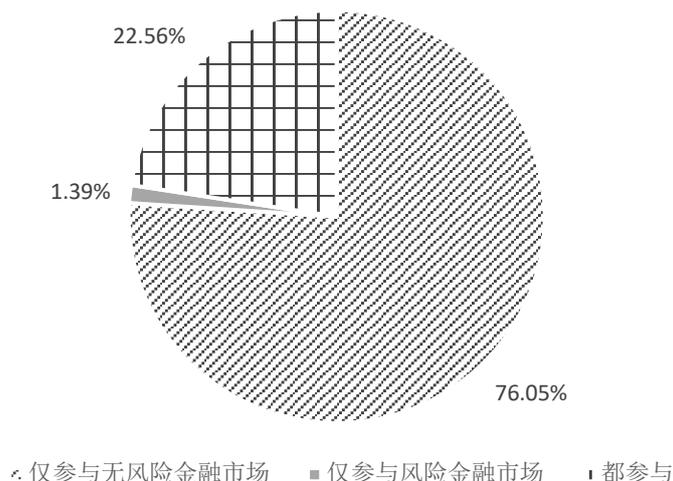


图 3-6 2017 年中国居民家庭的金融市场参与情况

由于中国居民家庭对风险金融市场的参与程度较低，因而导致家庭资产中的绝大部分资金投向无风险金融资产。由图 3-7 中可以看出，2017 年中国居民家庭的无风险金融资产总量为 188686 万元，占比 82.87%，风险金融资产的总量为 39012 万元，占比 17.13%，从中可以看出中国居民家庭在配置风险金融资产上的比重较低。这可能是由于居民家庭在配置金融资产时，需要关注并承受来自金融市场的风险，居民家庭往往会综合考量家庭所面临的全部风险从而作出相应的投资决策。尽管我国金融市场起步较晚，但是经过多年的发展，相关的法律体制逐渐完善，相关金融机构也在不断创新理财产品，但是受制于缺乏一定的理财技能以及对于风险的规避，因此中国居民家庭在风险金融市场的参与程度不高。

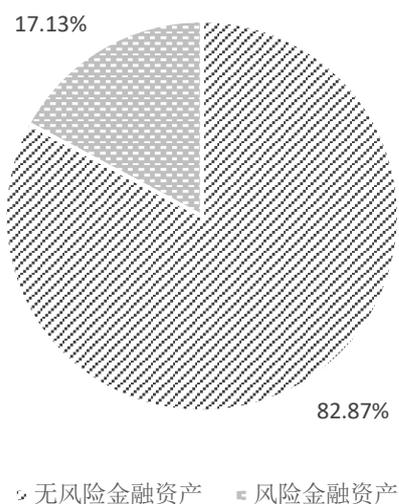


图 3-7 2017 年中国居民家庭配置金融资产的比重

3.2.3 风险金融资产以股票为主

由表 3-2 可知，中国居民家庭配置在风险金融资产上的资金较少，并且在进行风险金融资产选择时，主要以股票为主，股票资产占风险金融资产的 67.67%，基金占比 25.10%，包括公司债券在内的其他非政府债券占比 0.43%，黄金占比 2.17%，金融衍生品占比 0.08%，其他金融资产占比 1.28%。随着互联网金融的发展以及相关金融理财产品的创新，越来越多的中国居民家庭开始通过各种各样的途径了解和接触风险金融资产，尤其是股票这种高风险高回报的资产。但是由于基金以及其他金融理财产品都存在规模限制，债券市场存在“门槛效应”，所以可供家庭投资的相关理财产品种类较少，而股票市场不存在类似于债券市场上的严格准入条件，并且存在获取高收益的可能性，因此这就造成了股票成为中国居民家庭参与风险金融资产市场的首选。

表 3-2 2017 年中国居民家庭各类风险金融资产配置

	资金（单位：万元）	占比（单位：%）
股票	26400	67.67%
基金	9793	25.10%
非政府债券	166	0.43%
非人民币资产	1280	3.28%
黄金	845	2.17%
金融衍生品	30	0.08%
其他金融资产	498	1.28%
风险金融资产总额	39012	100.00%

总之，从相关统计结果上看，中国居民家庭在配置金融资产时会率先倾向于配置无风险金融资产，而在参与风险金融市场的家庭中，由于股票存在高风险高收益的特点，因此股票资产在风险金融资产中占据较大比例，我国居民家庭投资组合的多元化程度较低。一方面是因为居民在配置家庭金融资产时，不仅需要关注并承受来自金融市场和非金融市场的风险，还需要考虑家庭资产的流动性和收益性，从而做出相应的资产选择；另一方面，在互联网金融大力发展的背景下，居民家庭逐步了解和接触风险金融资产市场，然而基金、债券和其他理财产品市场存在部分限制条件，所以居民家庭在配置风险金融资产时会首选股票，因而股票在风险金融资产中的占比较高。

3.3 本章小结

基于前述理论分析，结合 CHFS2011、2015 以及 2017 的调查结果，本章对

中国家庭财富水平分布的特征以及家庭金融资产配置进行了系统全面的分析。经过四十多年的改革发展，中国居民家庭的财富水平有了显著提高，其中房产净值增长推动家庭财富增长的强大助力，而在众多住房类型中，新建商品房和二手房相对更有价值，因此这也推动居民家庭在配置资产时更倾向于通过投资住房来实现家庭财富的增值。但是由于房产存在“挤出效应”，如果居民家庭将自身财产大多配置在房产上，这将会减少家庭的可供投资资金规模。同时，出于风险偏好以及资产流动性的考虑，中国居民家庭在金融资产的选择上更加倾向于低风险低收益的理财产品。另外，在风险金融资产市场上，由于部分金融产品存在交易成本以及最低投资额的限制，可供居民家庭选择的金融产品范围就会缩小，因此家庭在配置风险金融资产时主要以股票为主。

第4章 家庭财富影响其资产配置行为的实证分析

4.1 研究假说

Carol C. Bertaut (1998) 认为个人的财富状况会显著影响居民的投资行为, 若个人的财富状况越良好, 那么他会提高投资额度, 尤其会提高在风险金融资产上的投资比重。同时 Guiso, Paiella (2006) 的研究结果证明财富水平的变化会影响投资者的风险偏好, 进而影响其投资行为。从理论上分析: 一方面是因为财富水平的增长会增强居民对金融资产的风险抵抗能力; 另一方面是因为家庭财富是支撑投资者持有各种金融资产的成本来源, 故当财富水平上升时, 居民家庭更倾向于多元化投资, 符合马科维茨的资产组合理论。因此可以得到本文第一个研究假说。

H0: 财富水平的提高会显著提升家庭对金融资产的投资参与

Carroll (2002) 认为由于财富水平较高的家庭具有一定的经济实力和风险抵抗能力, 并且有能力承担多元化投资带来的成本, 因此他们的投资组合更加分散化, 更加注重对风险金融资产的投资。国内学者吴远远, 李婧 (2019) 以及张琳璇, 吴卫星 (2016) 的研究结果证明以家庭净资产度量的家庭财富会显著影响居民家庭参与风险金融资产市场的可能性, 并且随着家庭财富水平的上升, 居民配置在风险金融资产上的资金额度也会有所上升。由于本文也考虑以家庭净资产度量的财富水平与金融资产持有比重之间的关系, 因此可以得到本文的第二个研究假说。

H1: 财富水平的提高会显著提升家庭对风险金融资产的持有比重

根据现代投资组合理论, 居民在投资时需要注意要站在组合的角度对资产进行分散化投资, 并且在参与金融市场时需要找到对投资者最优的资产配置组合, 最后投资者按照最优组合进行分散化投资。高风险伴随高收益, 对于财富水平较高的投资者而言, 由于其可以承受的风险程度较高, 因此在风险金融资产上的投资收益也会相对较高。故可以得到本文的第三个研究假说。

H2: 财富水平的提高会显著提升家庭在风险金融资产上的投资收益

4.2 实证设计及研究结果

4.2.1 数据来源

本文的数据来源于 2017 年的中国家庭金融调查(China Household Finance Survey, CHFS)。中国家庭金融调查是一项在全国范围内开展的具有代表性的抽

样调查,其目的主要是为了搜集在全国范围内以家庭为调查对象的微观金融信息,进而通过调查数据对家庭经济状况以及金融资产配置行为进行统计、分析。调查内容主要包括:人口统计学特征、家庭资产与负债、保险与保障、支出与收入、金融知识、基层治理与主观态度等相关信息,因而可以为本文的研究提供数据上的支持。

目前中国家庭金融调查项目已开展五轮问卷调查,但是由于2019年的中国家庭金融调查结果暂时还未对外开放,因此基于数据的可得性与科学性,本文采用2017年中国家庭金融调查数据,该大样本总数为40010户。由于年龄、婚姻状况、受教育程度等人口学特征可能会影响家庭的资产配置,并且户主是家庭投资行为的主要决策者,因此选取户主的人口学特征作为影响家庭投资决策行为的因素。另外,由于年龄过小或过大都会限制他们作出理性投资决策等能力,故将户主年龄小于18岁以及年龄大于80岁以上的样本进行剔除。除此之外,本文为保证收入结构以及家庭净资产结构的准确性,故将收入为负值以及家庭净资产为负值的家庭样本剔除,并剔除部分极端值、异常值和影响实证的缺失值后,剩下的样本数量为34661户家庭。

4.2.2 变量选取

本文的研究目标是家庭财富水平对其金融资产配置的影响。因此,研究选取的变量总体分为三类。

(1) 被解释变量

是指居民家庭的金融资产配置行为,本文研究居民家庭的金融资产配置行为主要从以下三方面进行度量:居民家庭对金融资产的投资参与、持有无风险金融资产的比重以及持有风险金融资产的比重、持有风险金融资产的投资收益。

首先,金融资产具体可划分为无风险金融资产和风险金融资产。借鉴邹小稜,杨芊芊(2019)对于家庭金融资产的分类,将银行存款、现金、股票账户中暂时未用于购买股票的现金余额以及政府债券归为无风险金融资产,而将其余的金融资产,包括股票、基金、非政府债券等在内的资产归为风险金融资产。若居民家庭持有无风险金融资产或风险金融资产中的一类或几类,那么就视该居民家庭参与无风险金融资产投资或参与风险金融资产投资,因此居民家庭对金融资产的投资参与可以细分为对无风险金融资产的投资参与和对风险金融资产的投资参与。

其次,根据2017年中国家庭金融调查数据可得各个无风险金融资产的市值以及各个风险金融资产的市值,将所有种类的金融资产市值进行汇总求和可以得到金融资产总值,之后便可由无风险金融资产的市值与金融资产总值的比值来进行计量回归,同理可得出居民家庭持有风险金融资产的比重,从而来研究家庭财

富水平对无风险金融资产以及风险金融资产持有比重上的影响。由于在风险金融资产中以股票资产最为典型，因此本文将原来的被解释变量“风险金融资产投资参与”、“风险金融资产占比”和“风险金融资产投资收益”更换为“股票资产投资参与”、“股票资产占比”和“股票投资收益”后，再次进行计量回归，以此进行稳健性检验。

另外，由于居民家庭持有无风险金融资产的收益几乎为零，因此本文主要研究财富水平对家庭风险金融资产投资收益的影响。本文将所有类型的风险金融资产的收益进行汇总求和作为该家庭持有风险金融资产的收益来进行计量回归。同理可得居民家庭持有股票资产时的收益。

(2) 解释变量

是指家庭财富水平，借鉴吴远远，李婧（2019）的做法，以家庭净资产的指标来度量家庭的财富水平，在剔除家庭净资产小于 0 的情况后，将该结果进行自然对数化处理后再进行计量回归。

(3) 工具变量

同一区县其他家庭财富量取自然对数后的平均值，参考尹志超，张诚（2019），李丁等（2019）研究，将同区或者同县，除自身家庭之外，其余所有家庭财富量的平均值作为工具变量。

(4) 控制变量

户主年龄。由于年龄会对居民家庭的金融资产配置行为产生影响，因此不同年龄段的居民家庭对于无风险金融资产和风险金融资产的投资参与以及持有比重也存在差异。因为年龄与风险型金融资产的投资比例之间存在倒“U”的非线性关系，因此本文在剔除年龄在 18 岁以下以及 80 岁以上的极端值之后，加入年龄和年龄的平方项这两个控制变量。

性别。本文设定若户主性别为男性，则取 1；若户主性别为女性，则取 0。

受教育程度。文本使用户主的受教育年限来表示居民家庭的受教育程度。根据问卷的设计，将居民家庭受教育程度变量的定义如下：从未上过学取值为 0，小学为 6，初中为 9，高中/中专/职高为 12，大专高职为 15，大学本科为 16，硕士研究生为 18，博士研究生为 22。

健康状况。根据调查问卷的设计，本文将户主的健康状况定义如下：1-5 分别表示身体健康状况非常不好、不好、一般、好、非常好。

户主户口。若户主户口为农业户口，则用 1 表示；若户主户口为非农户口，则用 0 表示。

婚姻状况。本文根据调查问卷的设计，将已婚状况用 1 表示，将包括未婚、离婚、丧偶等情况在内的非已婚状况用 0 表示。

家庭人口规模。以家庭实际人口数来定义家庭人口规模。

自有住房。根据问卷调查的设计，本文将户主目前所居住的房屋为家庭成员自有的取值为 1；若目前所居住的房屋是以免费居住或租赁等形式存在的非自有住房，则取值为 0。

家庭人均收入。家庭人均收入是指家庭总收入与家庭人口数之间的比值，同时为了缩小家庭人均收入的绝对数值，方便计算，本文在剔除家庭人均收入小于 0 的情况后，根据吴远远，李婧（2019）的研究再将该结果进行自然对数化处理。

个人幸福感。根据调查问卷的设计，本文将户主的个人幸福感定义如下：1-5 分别表示非常不幸福、不幸福、一般、幸福、非常幸福。

变量说明如表 4-1 所示。

表 4-1 变量及赋值说明

变量名称	变量含义	代表符号	赋值说明
被解释变量	无风险金融资产投资参与	nrisk_fina_join	参与无风险金融资产投资取 1，否则为 0
	风险金融资产投资参与	riskfina_join	参与风险金融资产投资取 1，否则为 0
	股票资产投资参与	stock_join	参与股票资产投资取 1，否则为 0
	持有无风险金融资产的比重	nrisk_fina_ratio	持有无风险金融资产占总金融资产的比重
	持有风险金融资产的比重	risk_fina_ratio	持有风险金融资产占总金融资产的比重
	持有股票的比重	stocks_ratio	持有股票占总金融资产的比重
	风险金融资产收益	total_riskfina_e	持有风险金融资产所获取的收益
	股票资产收益	stocks_e1	持有股票所获取的收益
解释变量	家庭财富	nasset	以家庭净资产表示，其中家庭净资产为家庭总资产与家庭总负债之间的差额，并剔除家庭净资产小于 0

			的情况
工具变量	同区县其他家庭财富取对数后的平均值	avlnnasset	同区或者同县，除自身家庭之外，其余所有家庭财富量取自然对数后的平均值
控制变量	户主年龄	age	户主的年龄
	户主年龄的平方/100	age2	户主年龄的平方项/100
	性别	gender	男性取 1，女性取 0
	健康状况	health	1-5 分别表示身体健康状况非常不好、不好、一般、好、非常好
	户主户口	rural	农业户口取 1，非农户口取 0
	受教育程度	eduyear	用受教育年限来表示，定义如下：从未上过学取值为 0，小学为 6，初中为 9，高中/中专/职高为 12，大专高职为 15，大学本科为 16，硕士研究生为 18，博士研究生为 22
	婚姻状况	mari	已婚取 1，非已婚（包括未婚、离婚、丧偶等情况）取 0
	家庭人口规模	fam	家庭人口数
	家庭人均收入	perincome	在剔除家庭总收入小于或等于 0 的情况后，以家庭总收入与家庭人口数之间的比值定义家庭人均收入
自有住房	ownhouse	若家庭居住房屋是家庭成员自有的，则取值为 1；若为租赁或者	

			免费居住的，则取值为0
	个人幸福感	happ	1-5 分别表示非常不幸福、不幸福、一般、幸福、非常幸福

数据来源：中国家庭金融调查（CHFS）2017 年数据

4.2.3 变量描述性统计

文章在样本筛选过程中，为保证家庭净资产结构和收入结构的准确性，因而将家庭净资产和收入为负值的家庭进行剔除，无风险金融资产持有比重、风险金融资产持有比重、股票持有比重均介于 0 至 1 之间。此外，控制变量中存在明显极端值和样本值的样本也被剔除，最后选取变量的观测值均为 34661 户，变量的描述性统计如表 4-2 所示。

表 4-2 变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
无风险金融资产参与	34,661	0.887	0.317	0	1
风险金融资产参与	34,661	0.238	0.426	0	1
股票资产投资参与	34,661	0.053	0.224	0	1
无风险金融资产占比	34,661	0.773	0.372	0	1
风险金融资产占比	34,661	0.125	0.272	0	1
股票占比	34,661	0.0185	0.0978	0	1
风险金融资产投资收益	34,661	780.093	22973.81	-1500000	1300000
股票投资收益	34,661	81.984	18551.7	-1500000	1200000
家庭财富	34,661	1029418	1648782	0	7992385
户主年龄	34,661	56.365	12.677	19	79
户主年龄的平方/100	34,661	33.37736	13.910	3.61	62.41
性别	34,661	0.799	0.401	0	1
健康状况	34,661	3.433	1.002	1	5
户主户口	34,661	0.309	0.462	0	1
受教育程度	34,661	9.027	4.411	0	22
婚姻状况	34,661	0.864	0.342	0	1
家庭人口规模	34,661	3.210	1.522	1	15
家庭人均收入	34,661	25736.15	23354.1	744.599	83102.5
自有住房	34,661	0.850	0.358	0	1
个人幸福感	34,661	3.851	0.818	1	5

数据来源：作者通过 stata16 计算所得。

由表 4-2 可知，从被解释变量上看，在样本家庭中，居民家庭在无风险金融资产投资参与的均值约为 88.7%，而在风险金融资产投资参与的均值约为 23.8%，在股票资产投资参与的均值约为 5.3%，这说明只有极少一部分的居民家庭投资参与了风险金融市场。每户家庭在持有无风险金融资产的比重均值约为 77.3%，而持有风险金融资产的比重均值约为 12.5%，仅占金融资产中的一小部分，这表明目前我国居民家庭在风险金融资产上的持有比重上仍然处于较低水平。另外，由居民家庭对股票的持有比重上看，股票持有比重的均值约为 1.85%，表明居民家庭持有股票类较高风险金融资产的比重较低。另外，我国居民家庭持有风险金融资产的平均收益为 780.093 元，而持有股票的平均收益为 81.984 元，除了宏观环境的影响因素之外，还有可能是由于我国居民家庭参与风险金融市场程度较低，持有相关理财产品比重较低，进而导致我国居民家庭在持有风险金融资产时所获

取的收益较低。由此可以看出，目前我国居民以家庭资产参与金融市场的程度不高，并且在已参与金融市场的样本家庭中，包括股票在内的风险金融资产的持有比重较低，说明我国居民家庭资产组合的风险抵抗能力较弱，并且由于居民财产未进行资产有效配置而未能带来较高的投资收益。

从解释变量上看，我国居民的家庭净资产约为 102.94 万元，家庭间财富水平差距较大。

从控制变量上看，中国家庭的户主以男性为主，年龄平均在 56 岁左右，另外户主为已婚的家庭高达 86.4%，这说明我国家庭多以中年已婚男性为主，同时也反映出我国人口老龄化的背景。平均来看，家庭人口数约为 3 人，基本与我国大多数家庭的现实情况相符合。户主平均受教育程度大致处于初中和高中之间，大部分户主自评身体健康状况大致位于一般和健康指南，对于个人主观幸福感的评价大致位于一般和幸福之间，这说明受访居民的整体受教育程度偏低，认为自身身体状况以及主观幸福感较好。样本中非农户口占据比重较高，家庭人均年收入的均值约为 2.57 万元，家庭收入差距较大。另外，从自有房产的拥有率来看，自有住房的拥有率较高，约 85% 的受访家拥有自有住房。

4.2.4 模型设计

在研究家庭财富水平对其金融资产配置行为的影响时，本文首先使用 Probit 模型研究家庭财富水平与居民家庭发生金融资产投资行为之间的关系，然后用 OLS 模型分析家庭财富对金融资产持有比重以及对风险金融资产收益的影响。Probit 模型设置如下：

$$Y_i = 1(\alpha W_i + X_i \beta + \mu_i > 0) \quad (4)$$

(4) 式中， $\mu_i \sim N(0, \sigma^2)$ 。 Y_i 是哑变量，等于 1 表示居民家庭参与金融资产投资，0 则表示没有居民家庭参与金融资产投资； W_i 是指家庭财富水平； X_i 是指控制变量，主要包括户主年龄、性别、受教育程度、健康状况、户主户口、婚姻状况、家庭人口规模、家庭人均收入、自有住房和个人幸福感； μ_i 为随机扰动项。

在具体研究家庭财富水平对其金融资产持有比重以及风险金融资产收益的影响时，为发现解释变量与被解释变量之间的关系，本文选择采用 OLS 模型来分析。OLS 模型设置如下：

$$Y_i^* = \gamma_1 + \gamma_2 W_i + \gamma X_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

(5) 式中， Y_i^* 表示居民家庭持有无风险金融资产或持有风险金融资产占金融总资产的比重，以及居民家庭持有风险金融资产或股票的收益；同样 W_i 是核心解释变量家庭财富水平； X_i 是指控制变量； ε_i 为随机扰动项。

4.2.5 实证结果

(1) 财富水平对家庭参与金融资产投资的影响

由于 Probit 模型中回归系数的经济学含义不大，因此本文选取更具有代表性的平均边际效应来表示解释变量的变动对居民家庭金融资产投资参与行为的影响。表 4-3 中（1）和（3）列是不加控制变量的情况下，财富水平影响其家庭投资参与金融资产行为的影响。表 4-3 中（2）和（4）列是在加上控制变量的情况下，关于财富水平对家庭参与金融资产投资决策的 Probit 回归结果。因此，本文主要分析表 4-3 中的（2）和（4）列。

表 4-3 家庭财富水平对金融资产投资参与的影响：Probit 模型

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	无风险金融资产投资参与		风险金融资产投资参与	
Ln（家庭财富）	0.018*** (0.002)	0.018*** (0.002)	0.085*** (0.003)	0.082*** (0.002)
户主年龄		0.004*** (0.001)		0.003** (0.002)
户主年龄的平方/100		-0.004*** (0.001)		-0.007*** (0.001)
性别		0.009 (0.006)		0.019*** (0.004)
健康状况		0.001 (0.002)		0.011*** (0.003)
户主户口		0.012* (0.007)		0.002 (0.006)
受教育程度		0.000 (0.000)		-0.000 (0.000)
婚姻状况		0.015*** (0.005)		0.000 (0.008)
家庭人口规模		-0.008*** (0.002)		-0.007*** (0.001)
Ln（家庭人均收入）		0.006*** (0.001)		0.017*** (0.002)
自有住房		-0.032*** (0.007)		-0.128*** (0.011)
个人幸福感		0.008*** (0.002)		-0.007*** (0.003)
省份固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	34,661	34,661	34,661	34,661

注：（1）表中汇报的是平均边际效应计算结果；（2）*、**、***分别表示在 10%、5%、1% 水平显著；（3）括号内聚类异方差稳健的标准差；（4）估计中还控制了省份固定效应，以下相同。

由表 4-3 可知，无论是参与无风险金融资产投资还是参与风险金融资产投资都是与居民家庭财富水平显著相关的，财富水平的提高会显著提升居民家庭对金

融资产的投资参与，尤其会提高对风险金融资产的参与率，从而验证了第一部分的假说1。从第(2)列的估计中可以得出，家庭财富水平对家庭参与无风险金融资产投资的影响在1%置信水平下显著，其中边际效应(marginal effect)为0.018。这表明，家庭净资产越多，也就是家庭财富水平越高，居民家庭投资参与无风险金融资产的可能性越高。同理，从第(4)列的估计中可知，家庭财富水平对家庭参与风险金融资产投资的影响在1%置信水平下显著，其中边际效应为0.082。这表明，家庭净资产越多，也就是家庭财富水平越高，居民家庭投资参与风险金融资产投资的可能性越高。同时，通过对比居民家庭参与无风险金融资产以及参与风险金融资产的边际效应可以得出，财富水平的提高对居民家庭投资参与风险金融资产的边际效应远大于对无风险金融资产投资参与的边际效应，这就表明当家庭财富水平上升时，会更大程度上促使居民家庭对风险金融资产的投资参与。

接下来，对其他控制变量进行分析。从户主基本特征来看，有以下几点结论：第一，户主年龄与居民家庭参与金融资产投资呈现非线性关系。即在一定的财富水平内，随着户主年龄的上升使得居民家庭会提升对金融资产的投资参与；但是超过一定的年龄后，随着户主年龄的上升，居民家庭会更关注家庭财富的保值而非增值，因此户主会减少对无风险金融资产和风险金融资产的投资参与，将家庭财富投向非金融资产，其结果与卢亚娟，王家华(2018)研究结果一致。第二，户主性别以及健康状况对家庭投资参与无风险金融资产没有显著影响，但是对家庭投资参与风险金融资产具有显著的正向影响。其中，若户主为男性，则居民家庭投资参与风险金融资产的概率提高，其原因可能是由于男性相比于女性而言，其风险承受程度相对较高，因此在家庭财富水平一定的情况下，男性户主会比女性户主投资参与风险金融资产的概率要高，其结果与肖作平等(2011)研究结果一致。另外，户主身体越健康，会显著促进居民家庭投资参与风险金融资产，其结果与李凤等(2016)、王稳，孙晓珂(2020)研究结果一致。第三，户主受教育程度以及户主户口对居民家庭投资参与金融资产的影响不显著。第四，婚姻状况对居民家庭投资参与无风险金融资产呈现显著的正向相关关系，即已婚家庭相对于未婚家庭而言，会提高其在无风险金融资产上的参与率，这可能是因为在居民处于已婚状态时，为降低家庭承担的风险，因而对家庭财富的投资更加倾向于保值目的，故会将家庭资产大部分投向于无风险金融资产。第五，家庭人口规模对居民家庭投资参与金融资产行为呈现显著的负相关关系。即家庭人口数越多，居民家庭反而会降低对金融市场的参与程度，其结果与张剑，梁玲(2020)以及吴卫星，李雅君(2016)的研究结果一致。

从家庭经济与资产状况来看，有以下几点结论：第一，自有住房对居民家庭投资参与金融市场呈现显著的负相关关系，由于房产存在“挤出效应”，如果居民

家庭将自身财产大多配置在房产上，这将会减少家庭的可投资资金规模，从而影响家庭在金融市场的参与和持有情况，其结果与陈莹等（2014）研究结果一致。第二，家庭人均收入对居民家庭持有金融资产呈现显著的正相关关系，这可能是由于随着家庭人均收入的提高，使得居民家庭拥有更多的流动资产支持分散化投资需求。第三，个人幸福感与居民家庭投资参与无风险金融资产之间呈现显著的正相关关系，而对居民家庭投资参与风险金融资产呈现显著的负向影响。若居民主观幸福感越强，即感觉自己越幸福，那么他对无风险金融资产的投资参与程度会提高，但是对风险金融资产的投资参与程度会降低，其结果与黎海燕（2020）研究结果一致。

（2） 财富水平对家庭金融资产选择的影响

由表 4-4 可知，家庭财富水平对风险金融资产配置比重具有正向影响，但是对无风险金融资产配置比重却具有负向影响。其原因可能出于以下三个方面：一是随着财富水平的提高，投资者的风险偏好也会随之上升，因此财富水平会通过影响投资者的风险偏好进而影响家庭在风险金融资产上的配置比重，从而居民家庭就会相应减少对无风险金融资产的投资比例；二是对于较为富裕家庭而言，获取金融理财产品的相关资源和信息更为便捷，从而进一步促进居民家庭参与风险金融市场；三是由于财富水平较高的家庭可以承受因分散化投资所带来的成本，并且有较强的财富收益驱动心理，因此居民家庭的风险金融资产投资组合可以得到进一步的优化。

表 4-4 家庭财富水平对金融资产选择的影响：OLS 模型

变量	(1)	(2)
	无风险金融资产占比	风险金融资产占比
Ln（家庭财富）	-0.010*** (0.003)	0.035*** (0.002)
控制变量	控制	控制
省份固定效应	控制	控制
Constant	0.690 (0.054)	-0.273 (0.051)
R-squared	0.027	0.094
样本量	34,661	34,661

注：受篇幅所限，这里只报告了解释变量家庭财富水平，其余控制变量与上文相同。

总之，在控制其他变量的情况下，家庭财富水平对居民家庭持有金融资产的比重具有显著影响。其中，家庭财富与风险金融资产占比之间呈现正向影响，在家庭总资产一定的情况下，居民家庭在提高对风险金融资产持有的同时会相应减

少对无风险金融资产的持有比重，因此家庭财富与无风险金融资产占比之间呈现显著的负相关关系。

(3) 财富水平对金融资产投资收益的影响

例如银行存款、现金等无风险金融资产的收益较低，故本节只考虑家庭财富水平对风险金融资产收益情况的影响，其结果如表 4-5 所示。

表 4-5 家庭财富水平对金融资产投资盈利的影响：OLS 模型

变量	Ln（风险金融资产投资收益）
Ln（家庭财富）	0.187*** (0.018)
控制变量	控制
省份固定效应	控制
Constant	-1.942 (0.494)
R-squared	0.080
样本量	34,392

注：受篇幅所限，这里只报告了解释变量家庭财富水平，其余控制变量与上文相同。

由表 4-5 中可以看出，在控制其他变量的情况下，家庭财富水平对风险金融资产投资收益具有显著的正向影响，家庭财富水平的边际效应是 0.190，在 1% 的置信水平上显著，表明家庭财富水平的提高可以有效提升居民家庭在金融资产上的投资收益。其原因可能在于随着财富水平的增长，由于居民家庭可承受风险能力增加，更加注重分散化投资，因而会提高对风险金融资产的持有比重，因此会提高居民家庭在风险金融资产上的投资收益。

总之，在控制其他变量的情况下，家庭财富水平对居民家庭在风险金融资产上具有显著的正向影响，即家庭财富的增长会显著促进居民家庭在风险金融资产上的投资收益。

4.3 异质性分析

考虑到家庭财富水平对其风险金融资产投资收益的影响可能会存在异质性，因此本节将从不同区域、不同户口类型以及不同受教育水平三个方面分别进行异质性回归分析。

4.3.1 不同区域的异质性样本回归

本文根据户主目前居住所在地确定其省份信息，并根据地理位置将北京、天

津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、广西、海南 12 个省划分为东部地区，将其余省份和自治区划分为非东部地区进行异质性样本回归，其结果如表 4-6 所示。

表 4-6 家庭财富水平对风险金融资产投资收益的影响：东部与非东部

变量	(1)	(2)
	Ln（风险金融资产投资收益）	
	东部	非东部
Ln（家庭财富）	0.240*** (0.025)	0.132*** (0.010)
控制变量	控制	控制
省份固定效应	控制	控制
Constant	-3.484 (0.776)	-1.238 (0.305)
R-squared	0.087	0.048
样本量	15,438	18,954

注：受篇幅所限，这里只报告了解释变量家庭财富水平，其余控制变量与上文相同。

从表 4-6 中可知，家庭财富的变化对东部及非东部地区居民家庭的风险金融资产投资收益都具有显著的正向影响。由第（1）列和第（2）可知，在东部地区，居民家庭对风险金融资产投资收益的边际影响是 0.240；在非东部地区，居民家庭对风险金融资产投资收益的边际影响是 0.132，财富水平在东部地区的边际效应略高于在非东部地区的边际效应。这是因为东部地区金融覆盖面较广，基础设施相对比较完善，人才也更愿意前往东部地区发展。但同时也可以看出家庭财富在不同区域的边际效应相差不大，这是因为随着居民财富水平的提高以及互联网金融的普及，非东部地区居民家庭参与风险金融资产投资的积极性也会随之提高。总之，家庭财富对风险金融资产投资收益的边际影响并不会因为居民家庭位于不同区域而产生太大的差异。

4.3.2 不同户口类型的异质性样本回归

本文根据户主的户口类型，将其主要划分为农业户口和非农户口两种。其结果如表 4-7 所示。

表 4-7 家庭财富水平对风险金融资产投资收益的影响：农业户口与非农户口

变量	(3)	(4)
	Ln（风险金融资产投资收益）	
	农业户口	非农户口
Ln（家庭财富）	0.017*** (0.005)	0.257*** (0.018)
控制变量	控制	控制
省份固定效应	控制	控制
Constant	-0.165 (0.145)	-3.530 (0.578)
R-squared	0.011	0.078
样本量	10,718	23,674

注：受篇幅所限，这里只报告了解释变量家庭财富水平，其余控制变量与上文相同。

从表中可以看出，无论户主户口是农业户口还是非农户口，家庭财富的变化对风险金融资产投资收益都有显著的正向影响，但是根据上文研究结果可知，户主户口与居民家庭参与风险金融资产投资行为之间的关系并不显著。这是因为上文的研究对象是居民家庭对风险金融资产的参与概率，而本节研究的研究对象是居民家庭持有风险金融资产的投资收益，两者针对的研究对象不同。

由第（3）列和第（4）可知，对于农业户口的居民家庭，其家庭财富水平对风险金融资产投资收益的边际影响是 0.017；而对于非农户口的居民家庭，其家庭财富水平对其风险金融资产投资收益的边际影响是 0.257，由此可以看出对非农户口的居民家庭而言，其财富水平的边际影响高于农业户口的居民家庭。借鉴管世源等（2019）的研究结果，其原因可能是由于农业户口居民获取金融知识的渠道有限，在风险金融理财方面的认知能力相对较低，并且缺乏一定的理财技能。总之，对于不同户口类型的居民家庭而言，其家庭财富的边际效应存在差异。

4.3.3 不同受教育水平的异质性样本回归

本文依据户主的受教育年限来划分其受教育程度，将户主受教育年限在 15 年（含 15 年）以上的划分为高学历，将受教育年限在 15 年以下的划分为非高学历。其结果如表 4-8 所示。

表 4-8 家庭财富水平对风险金融资产投资收益的影响：高学历与非高学历

变量	(5)	(6)
	高学历	非高学历
Ln（家庭财富）	0.183*** (0.023)	0.188*** (0.019)
控制变量	控制	控制
省份固定效应	控制	控制
Constant	-2.258 (0.755)	-1.907 (0.522)
R-squared	0.082	0.081
样本量	5,561	28,831

注：受篇幅所限，这里只报告了解释变量家庭财富水平，其余控制变量与上文相同。

从表中可以看出，无论是高学历家庭还是非高学历家庭，家庭财富对风险金融资产投资收益都有显著的正向影响。但是根据上文研究结果可知，受教育程度对居民家庭参与投资风险金融资产的影响并不显著，这是因为两者针对的研究对象不同，上文的研究对象是居民家庭对风险金融资产的参与率，而本节研究的研究对象是居民家庭持有风险金融资产的投资收益。

由第（5）列和第（6）可知，对于高学历的户主，其家庭财富水平对风险金融资产投资收益的边际影响是 0.183；而对于非高学历的户主，其家庭财富水平对风险金融资产投资收益的边际影响是 0.188，这就表明家庭财富在不同受教育水平群体中的边际影响相差不大。借鉴尹志超等（2014）的研究结果，其原因可能在于受教育程度并不能真实反映出居民对金融理财知识的正确认知，并且投资经验也会对家庭资产选择产生限制，从而限制居民家庭在风险金融资产上的投资收益。总之，家庭财富对风险金融资产投资收益的边际影响并不会因为居民的受教育情况而产生太大的差异。

综上，无论从区域差异、户口类型差异或是受教育程度差异来划分样本都可以得出家庭财富的变化对风险金融资产投资收益都有显著的正向影响。同时从异质性回归分析中，我们也可以发现家庭财富对风险金融资产投资收益的边际影响并不会因为居民家庭位于不同区域、受教育程度不同而产生太大的差异。其原因可能在于非东部地区也在不断完善金融市场的发展，不断创新相关金融理财产品，并随着居民财富水平的提高以及互联网金融的普及，非东部地区居民家庭参与风险金融资产投资的积极性也会随之提高，另外由于受教育程度并不能真实反映出居民对金融理财知识的正确认知，并且投资经验也会对家庭资产选择产生限制，

从而限制居民家庭在风险金融资产上的投资收益。但是对于不同户口类型的居民家庭而言，其家庭财富的边际效应存在差异。其原因可能是由于农业户口居民获取金融知识的渠道有限，在风险金融理财方面的认知能力相对较低，并且缺乏一定的理财技能。

4.4 稳健性检验

为了检验实证方法和解释变量的可靠性，本文通过变更被解释变量的方法对实证结果进行稳健性检验。由于股票在风险金融资产中具有代表性，因此本文将原来的被解释变量“风险金融资产投资参与”、“风险金融资产占比”和“风险金融资产投资收益”更换为“股票投资参与”、“股票资产占比”和“股票投资收益”，之后依旧采用 probit 模型和 OLS 模型分别进行计量回归。稳健性检验回归结果见表 4-9 所示。

表 4-9 家庭财富水平影响其金融资产配置的稳健性检验

	(1)	(2)	(3)
	probit	ols	ols
变量	股票投资参与	股票占比	Ln(股票投资收益)
Ln(家庭财富)	0.033*** (0.001)	0.070*** (0.001)	0.065*** (0.009)
控制变量	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制
Constant		-0.074 (0.018)	-0.977 (0.263)
R-squared		0.052	0.031
样本量	34,661	34,661	34,394

注：受篇幅所限，这里只报告了解释变量家庭财富水平，其余控制变量与上文相同。

由 4-9 中第（1）列可知，家庭财富水平对居民投资参与股票市场具有显著的正向影响，因此通过提高家庭的财富水平可以有效促进居民参与股票市场，推动股票市场的发展。由第（2）列可知，家庭财富水平对股票资产的持有比重具有显著的正向影响。家庭财富水平的边际影响为 0.070，在 1%的置信水平下显著，因此随着财富水平的上升，居民家庭将会增加在股票资产上的配置比重。另外，从第（3）列中可知，在控制其他变量的情况下，家庭财富水平对股票投资收益的影响具有显著性。家庭财富水平对股票收益的边际效应是 0.065，在 1%的置信水平上显著，表明当家庭财富水平上升 1 个单位时，居民家庭获取股票投资收益的可能性会提高 0.065。

实证结果表明在更换被解释变量之后,其研究结果依然与原来的实验结果非常相似,家庭财富水平对“股票资产投资参与”、“股票资产占比”和“股票投资收益”的边际效应方向和影响程度与原来的实证结果相比,没有发生太大的变化,因此可以表明实证结果具有稳健性。

如果居民家庭持有金融资产比例较高,那么从中收获的金融资产收益可能越高,进而提高居民家庭的财富水平;反之亦然,这就可能产生内生性问题。由于无风险金融资产的投资收益较低,因此提高无风险金融资产的投资参与率以及增加无风险金融资产的配置比重对家庭财富并不会产生显著影响。因此本节重点关注风险金融资产的内生性问题。

为了克服内生性,本文采用工具变量法进行两阶段估计。参考尹志超,张诚(2019),李丁等(2019)的做法,采用除本家庭之外的同一区县其他家庭财富量的平均值作为居民家庭财富水平的工具变量。一方面,同一区县的其他家庭平均财富水平会影响当地的经济的发展,而一个地区经济越发达,相关的房价及劳动工资等资产也会随之上涨,个体家庭的财富水平也就越高。因此,同一区县的其他家庭平均财富水平越高,个体家庭的财富水平可能也越高。另一方面,一个区县其他家庭平均财富水平与个体家庭配置金融资产行为没有直接关系,即个体家庭金融资产收益并不会对其他家庭的财富水平产生直接影响。因此,使用同一区县其他家庭平均财富量作为居民家庭财富水平影响其金融资产配置行为的工具变量是合适的。

本文使用 hausman 检验,实证结果表明“风险金融资产投资参与”、“风险金融资产占比”变量不存在内生性问题,因此原来的回归结果无偏,而“风险金融资产投资收益”的实证结果无法拒绝“所有解释变量均为外生”的原假设,说明存在内生性,因此本文采用工具变量来进行下一步的实证研究。表 4-10 是使用工具变量后的研究结果。

表 4-10 家庭财富水平影响其金融资产配置的内生性分析：2SLS 模型

变量	Ln（风险金融资产投资收益）
Ln（家庭财富）	0.371*** (0.028)
控制变量	控制
省份固定效应	控制
Constant	-3.586 (0.335)
R-squared	0.062
一阶段 F 值	40.61
样本量	34392

注：受篇幅所限，这里只报告了解释变量家庭财富水平，其余控制变量与上文相同。

结果显示，家庭财富水平的影响系数均在 1%的统计水平上显著为正，且系数分别为 0.371，并且工具变量的一阶段 F 值均大于 10 的临界值(Stock and Yogo, 2005)，表明采用同区县其他家庭平均财富水平作为工具变量不存在弱工具变量问题。以上的回归结果表明，家庭财富水平对风险金融资产投资收益具有显著的正向影响，财富水平越高的家庭，其可能获得的投资收益也越高。

第5章 结论与政策建议

5.1 研究结论

本文选取西南财经大学的中国家庭金融调查（CHFS）2017 年数据，以家庭财富分布理论和家庭资产配置理论为理论基础，研究家庭财富对其金融资产配置的影响。针对本文的研究对象，建立 Probit 模型和 OLS 模型进行实证分析，其中在 Probit 模型中选取更具有代表性的平均边际效应来表示家庭财富水平对其金融资产投资参与行为的影响。主要得到以下研究结论：

第一，家庭财富水平对其金融资产投资参与呈现显著的正相关关系，具体可体现在对无风险金融资产的投资参与和对风险金融资产的投资参与。当财富水平上升时，居民家庭会提高对无风险金融资产的参与，但是财富水平的边际效应低于居民家庭对风险金融资产投资参与的边际效应。

家庭财富水平与风险金融资产配置比重之间呈现显著的正相关关系，但是与无风险金融资产配置比重之间呈现显著的负相关关系。

家庭财富水平对居民家庭在风险金融资产以及股票投资收益上有显著影响，并且家庭财富水平与两者均呈现正相关关系，即家庭财富的增长会显著促进居民家庭在包括股票在内的风险金融资产的投资收益。

第二，户主年龄与居民家庭参与金融资产投资之间存在到“U”型的非线性关系。即在一定的财富水平内，随着户主年龄的上升使得居民家庭会提升对金融资产的投资参与；但是超过一定的年龄后，随着户主年龄的上升，居民家庭会更关注家庭财富的保值而非增值，因此户主会减少对无风险金融资产和风险金融资产的投资参与。

第三，户主性别以及健康状况对家庭参与风险金融资产呈现显著的正相关关系，但是对家庭参与无风险金融资产投资行为的影响并不显著。若户主为男性，并且身体越健康，则会显著促进居民家庭对风险金融资产的投资参与。

第四，户主受教育程度以及户主户口对居民家庭投资参与金融资产的影响并不显著。

第五，婚姻状况对居民家庭投资参与无风险金融资产呈现显著的正向相关关系，即已婚家庭相对于未婚家庭而言，会提高其在无风险金融资产上的参与率。

第六，家庭人口规模对居民家庭投资参与金融资产行为呈现显著的负相关关系。即居民家庭会随着家庭人口数的增多反而会降低在金融市场上的参与程度。

若居民家庭持有金融资产比例较高，那么家庭财富水平可能会受到金融资产收益的影响，这就产生了内生性问题。为了克服内生性，本文采用工具变量法进

行两阶段估计，以除本家庭之外的同一区县其他家庭财富量的平均值作为居民家庭财富量的工具变量，回归结果表明：在修正了内生性偏误之后，家庭财富水平对风险金融资产投资收益以及股票投资收益依然有显著的促进作用。

另外，本文还考虑到家庭财富水平对其风险金融资产投资收益的影响可能会存在异质性，因此本文将样本数据按照区域、户口类型以及受教育程度进行划分，并分别进行异质性回归分析。通过计量回归结果可知，家庭财富水平对风险金融资产投资收益都有显著的正向影响。同时从异质性回归分析中，我们也可以发现家庭财富对风险金融资产投资收益的边际影响并不会因为居民家庭位于不同区域、受教育程度不同而产生太大的差异。但是对于不同户口类型的居民家庭而言，其家庭财富的边际效应存在差异，对非农户口的居民家庭而言，其财富水平的边际影响高于农业户口的居民家庭。

5.2 政策建议

随着我国居民财富水平的不断提升，居民理财意识逐渐觉醒，优化居民家庭的资产组合结构，不仅有利于提高居民家庭抵抗投资风险的能力，还有利于优化整个社会资源的配置，因此每个家庭应该基于自身生活水平和资产构成现状，最大程度优化资产投资组合，提高投资收益。具体建议如下：

5.2.1 提高居民财富水平，促进家庭参与金融市场

家庭财富可以为居民家庭投资参与金融市场提供资金支持，同时具有一定家庭财富储量也可以提高家庭抵抗金融风险的能力，因此财富储量较高的家庭参与风险金融市场的可能性越高，其资产组合结构也趋于多元化，而财富储量较低的家庭出于安全性的考虑，倾向于将大部分家庭资产配置在无风险金融资产上，其资产组合结构趋于单一化。因此政府有关部门首先应该发挥其宏观调控职能，促进国内经济平稳高效发展，保障居民家庭财富水平能够得以稳定增长，从而增加居民家庭参与金融市场的可能。其次，由于收入是家庭财富的重要来源，因此政府部门应建立居民收入统计调查制度，对收入水平较低的区域加强监测，为政府制定相关决策提供科学依据。此外，政府有关部门还应该充分考虑各地区财富水平的差异，合理调节收入二次分配水平，减少居民财富的不平等性。

5.2.2 加强金融市场监管，保障居民家庭合法权益

尽管近年来我国对金融市场进行了一系列的改革，但是目前仍存在运行不规范、监管机制不完善等问题，因此为了给居民提供一个适合投资的良好环境，首

先，可以通过政府部门的引导和调节来健全资本市场的管理制度，规范各类理财公司的行为，而理财机构也要注重提升自身的专业水平及服务质量，针对不同居民的理财需求，推荐合适的理财产品。其次，政府机构还需要对不断完善现有的金融监管机制，保障中小投资者的利益，为居民参与金融市场创造良好环境。另外，政府还需要高度重视不同地区高财富家庭投资行为变化对金融市场波动的影响，守住不发生系统性金融风险的底线。

5.2.3 加快创新金融产品，满足居民多元化投资需求

近年来，随着互联网金融的发展以及相关金融理财产品的创新，越来越多的中国居民家庭开始通过各种各样的途径了解和接触风险金融资产，为满足居民资产多样化的投资需求，金融理财产品还有待进一步创新与推广。首先，金融机构应该加大对金融理财产品的创新研发力度，丰富金融市场产品体系，并为各个地区、各个财富阶层的人群给予针对性、差异化的金融服务。其次，关注互联网金融的发展，为居民家庭参与线上金融交易提供更高效的用户体验，并在业务流程上加以规范和完善。另外，在创新金融理财产品的同时，还需要结合风险管理，开发风险型金融工具，带动保险业、银行以及信托业等行业的全面发展。

5.2.4 拓展金融信息渠道，优化居民资产配置组合

由于对金融知识的匮乏以及投资经验的不足，导致居民在选择金融资产上大多以无风险金融资产为主，因而所能获取的投资收益较低，不利于居民家庭的财富积累。另外，由于获取金融理财信息渠道较为单一以及出于家庭财富保值目的，居民会因此限制自身参与风险金融资产投资，不利于推动我国金融市场的健康发展。因此金融机构可通过出售金融理财产品来帮助居民积累相关的金融理财知识，与此同时，居民家庭也可利用少量闲余资金参与风险金融市场以积累投资经验，获取相关的金融理财技能，这不仅有利于提高我国居民的金融知识储备，也有助于加强居民对于家庭资产的风险防范能力，并为我国金融市场的进一步发展完善提供动力。其次，针对金融认知水平较低的家庭投资者，需要政府和市场多方位共同引导，拓宽投资者获取金融理财信息的渠道，利用多媒体渠道普及金融知识，使其掌握基本的金融理财技能，从而优化居民资产配置结构，促进转变居民资产选择行为。

参考文献

- [1]Buly A. Cardak,Roger Wilkins. The determinants of household risky asset holdings: Australian evidence on background risk and other factors[J]. Journal of Banking and Finance,2008,33(5).
- [2]Carol C. Bertaut. Stockholding Behavior of U.S. Households: Evidence from the 1983–1989 Survey of Consumer Finances[J]. Review of Economics and Statistics,1998,80(2).
- [3]Julie Agnew,Pierluigi Balduzzi,Annika Sundén. Portfolio Choice and Trading in a Large 401(k) Plan[J]. American Economic Review,2003,93(1).
- [4]Loriana Pelizzon,Guglielmo Weber. Are Household Portfolios Efficient? an Analysis Conditional on Housing[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,2008,43(2).
- [5]Luc Arrondel. Risk management and wealth accumulation behavior in France[J]. Economics Letters,2002,74(2).
- [6]Mankiw N.Gregory,Zeldes Stephen P.. The consumption of stockholders and nonstockholders[J]. North-Holland,1991,29(1).
- [7]Nataliya Barasinska,Dorothea Schäfer,Andreas Stephan. Individual risk attitudes and the composition of financial portfolios: Evidence from German household portfolios[J]. Quarterly Review of Economics and Finance,2012,52(1).
- [8]Rob Alessie,Viola Angelini,Peter van Santen. Pension wealth and household savings in Europe: Evidence from SHARELIFE[J]. European Economic Review,2013,63.
- [9]Zoran Ivković,Clemens Sialm,Scott Weisbenner. Portfolio Concentration and the Performance of Individual Investors[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,2008,43(3).
- [10]陈彦斌.中国城乡财富分布的比较分析[J].金融研究,2008(12):87-100.
- [11]崔颖,刘宏.认知能力与中老年家庭金融资产配置[J].南开经济研究,2019(01):82-99.
- [12]杜朝运,丁超.基于夏普比率的家庭金融资产配置有效性研究——来自中国家庭金融调查的证据[J].经济与管理研究,2016,37(08):52-59.
- [13]甘犁,尹志超,贾男,徐舒,马双.中国家庭资产状况及住房需求分析[J].金融研究,2013(04):1-14.
- [14]郭雅琴. 财富水平对家庭风险金融资产选择的影响——来自中国城镇家庭的证据[D].云南大学,2018.

- [15]何兴强,史卫,周开国.背景风险与居民风险金融资产投资[J].经济研究,2009,44(12):119-130.
- [16]贺小丹,陈鼎熙.年龄结构与家庭金融配置风险——基于中国家庭金融调查数据的实证研究[J].南京财经大学学报,2020(03):73-83.
- [17]胡飞.互联网对家庭参与金融风险市场及资产配置影响的实证研究[D].南京财经大学,2019.
- [18]黄静,屠梅曾.房地产财富与消费:来自于家庭微观调查数据的证据[J].管理世界,2009(07):35-45
- [19]李丁,丁俊菘,马双.社会互动对家庭商业保险参与的影响——来自中国家庭金融调查(CHFS)数据的实证分析[J].金融研究,2019(07):96-114.
- [20]李凤,罗建东,路晓蒙,邓博夫,甘犁.中国家庭资产状况、变动趋势及其影响因素[J].管理世界,2016(02):45-56+187.
- [21]李涛,陈斌开.家庭固定资产、财富效应与居民消费:来自中国城镇家庭的经验证据[J].经济研究,2014,49(03):62-75.
- [22]卢家昌,顾金宏.城镇家庭金融资产选择研究:基于结构方程模型的分析[J].金融理论与实践,2010(03):77-83.
- [23]卢亚娟,王家华.老龄化视角下家庭商业保险持有行为影响因素研究——基于CHFS 调研数据的实证分析[J].河海大学学报(哲学社会科学版),2018,20(01):25-30+90.
- [24]马逸菲.家庭金融风险资产投资对家庭消费的影响——基于 CHFS 的分析[J].金融经济,2019(02):112-115.
- [25]马征程,杨朝军,蔡明超.住房资产对风险型金融资产投资的影响——基于我国家庭的实证研究[J].上海金融,2019(01):1-8.
- [26]倪云松.家庭财富与创业行为——基于 CHFS 数据的研究[J].山西财经大学学报,2020,42(09):31-43.
- [27]齐明珠,张成功.老龄化背景下年龄对家庭金融资产配置效率的影响[J].人口与经济,2019(01):54-66.
- [28]唐莹.中国居民家庭金融资产配置现状及对策分析——基于中国家庭金融调查(CHFS)数据[J].经济论坛,2018(08):41-44.
- [29]王骥.家庭资产配置行为与我国系统性金融风险——基于内生增长模型与金融效率的经济分析[J].金融经济,2020(02):34-42.
- [30]王琰,吴卫星.婚姻对家庭风险资产参与的影响[A].《经济研究》编辑部、南开大学金融发展研究院.首届中国金融发展学术论坛论文集[C].《经济研究》编辑部、南开大学金融发展研究院:南开大学金融发展研究院,2013:17.

- [31]王稳,孙晓珂.医疗保险、健康资本与家庭金融资产配置研究[J].保险研究,2020(01):87-101.
- [32]温虎.财富分层、信贷可得性与家庭金融资产选择[D].成都信息工程大学,2019.
- [33]吴卫星,李雅君.家庭结构和金融资产配置——基于微观调查数据的实证研究[J].华中科技大学学报(社会科学版),2016,30(02):57-66.
- [34]吴卫星,吕学梁.中国城镇家庭资产配置及国际比较——基于微观数据的分析[J].国际金融研究,2013(10):45-57.
- [35]吴卫星,齐天翔.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[J].经济研究,2007(02):97-110.
- [36]吴卫星,邵旭方,陶利斌.家庭财富不平等会自我放大吗?——基于家庭财务杠杆的分析[J].管理世界,2016(09):44-54.
- [37]吴远远,李婧.中国家庭财富水平对其资产配置的门槛效应研究[J].上海经济研究,2019(03):48-64.
- [38]肖作平,廖理,张欣哲.生命周期、人力资本与家庭房产投资消费的关系——来自全国调查数据的经验证据[J].中国工业经济,2011(11):26-36.
- [39]徐浩洋.中国家庭金融资产配置对家庭财富分布的影响研究[D].武汉理工大学,2019.
- [40]徐佳,谭娅.中国家庭金融资产配置及动态调整[J].金融研究,2016(12):95-110.
- [41]杨灿明,孙群力.中国居民财富分布及差距分解——基于中国居民收入与财富调查的数据分析[J].财政研究,2019(03):3-13.
- [42]姚佳.家庭资产组合选择研究[D].厦门大学,2009.
- [43]尹志超,宋全云,吴雨.金融知识、投资经验与家庭资产选择[J].经济研究,2014,49(04):62-75.
- [44]尹志超,张诚.女性劳动参与对家庭储蓄率的影响[J].经济研究,2019,54(04):165-181.
- [45]张剑,梁玲.家庭异质性对金融资产配置的影响实证研究[J/OL].重庆大学学报(社会科学版):1-11[2021-04-07].
- [46]张晓娇.风险态度与家庭金融资产组合[D].西南财经大学,2013.
- [47]张学勇,贾琛.居民金融资产结构的影响因素——基于河北省的调查研究[J].金融研究,2010(03):34-44.
- [48]周慧珺.风险态度与家庭财富水平[J].中央财经大学学报,2020(05):65-79.
- [49]周雅玲,于文超,肖忠意.主观幸福感、人格特征与家庭资产选择[J].中南财经政法大学学报,2017(01):47-56.

[50]朱涛,谢婷婷,王宇帆.认知能力、社会互动与家庭金融资产配置研究[J].财经论丛,2016(11):47-55.