



上海财经大学  
Shanghai University of Finance and Economics



0410 证券投资学

# 证券投资主体：居民家庭及个人

2023年11月30日



- 居民家庭/个人证券投资的动机
- 居民家庭/个人证券投资的影响因素
- 我国居民家庭/个人证券投资的典型事实及特点



### 居民家庭经济生活决策

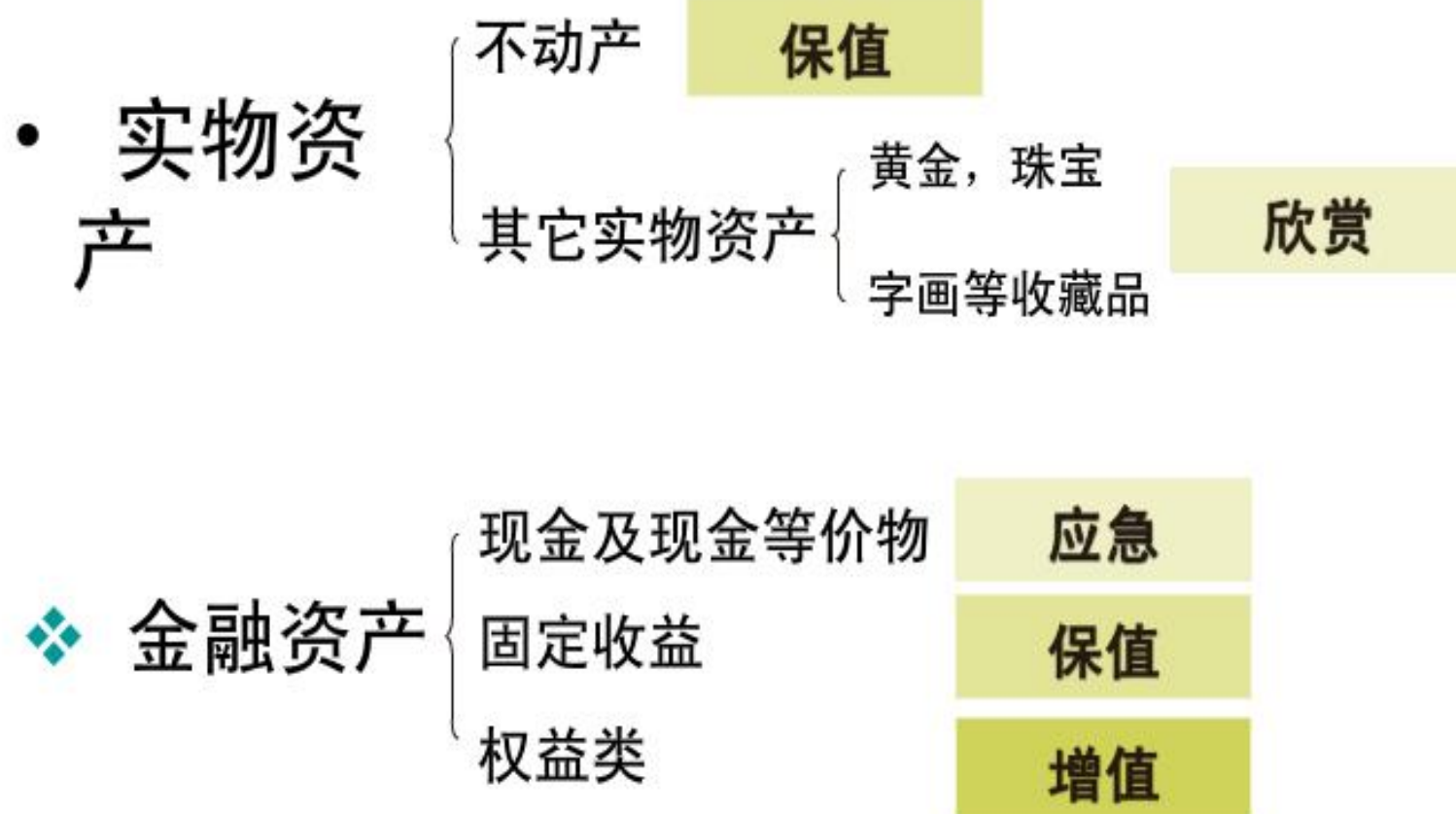
- 决定消费和储蓄份额
- 分割金融资产和非金融资产
- 配置风险金融资产和无风险金融资产



## 为什么关注Household Finance?

- 传统经济学更多关注居民实物消费支出的决策
- 近几年学界和政府部门越来越多地关注家庭金融资产配置行为
  - ✓ 家庭财富的积累
  - ✓ 理财理念的转变
  - ✓ 金融市场的发展

## 资产分类及功能





### 个人证券投资目的

- 本金安全
- 资本增值
- 收入稳定
- 合理避税
- 通货膨胀
- 投资组合
- 其他目的



### “有限参与之谜”

- 经典投资理论 (Markowitz, 1952; Samuelson, 1969)
  - ✓ 风险资产持有比重仅与风险态度相关而独立于财富和年龄
  - ✓ 所有的投资者都将一定比例的财富投资于所有的股票
- 有限参与之谜
  - ✓ 许多家庭未参与股市投资
  - ✓ 投资组合分散不足



### 居民家庭/个人资产组合影响因素

#### ① 家庭收入/资产（货币需求理论/财富效应）

货币需求分为交易性需求，预防性需求和投资性需求。如果家庭或个人收入超过了交易性需求和预防性需求，超出部分就会转向对具有盈利性的金融资产的需求。因此家庭收入多寡直接决定其证券投资。



## 居民家庭/个人资产组合影响因素

### ② 户主年龄（生命周期理论）

对于一个年轻人而言，由于其预期收入的不断增长性，他可能更注重投资的资本增值。相反，一个年龄较大的人出于未来的考虑，可能更注重本金安全和收入稳定

### ③ 风险偏好态度（风险投资理论）

- 家庭或个人在面临不确定性的时候，在承担风险的种类、大小等方面的基本态度往往会影响其在证券市场上的行为
- 根据风险偏好态度不同，可将投资者分为四类：
  - ✓ 积极进取
  - ✓ 稳健理性
  - ✓ 保守安全
  - ✓ 极度保守



### 居民家庭/个人资产组合影响因素（续）

#### ④ 健康

家庭或个人健康状况不佳时，会增加交易性需求（医疗支出）和预防性需求。



### 居民家庭/个人资产组合影响因素（续）

#### ⑤ 受教育程度/金融知识

- 金融知识有助于居民理解金融市场和金融产品的收益、风险等特征，减少了人们进行投资时的信息搜寻和信息处理成本。
- 金融知识的缺乏会导致投资者的过度自信，使得投资者高估自己所拥有知识和信息的准确性

## 居民家庭/个人资产组合影响因素（续）

### ⑥ 人格特征（有限理性）

- 传统经济学理性人的局限金融学家带来了巨大的挑战。将传统资产选择理论与经济行为人的有限理性特征相结合, 纳入投资者情绪、人格特征等非理性因素或许能够更好地解释金融资产选择行为问题。



### 居民家庭/个人资产组合影响因素（续）

#### ⑦ 社会保障

- 社会保障缴费会导致居民可支配收入的下降
- 社会保障的存在能够减少未来不确定性带来的风险冲击，从而降低人们的预防性储蓄



### 居民家庭/个人资产组合影响因素（续）

#### ⑧ 住房

- 有无住房（挤占效应/财富效应,筹钱买房动机）
- 住房价值（房屋所有权效应/净值效应）





### The Effect of Housing on Portfolio Choice

- Raj Chetty and Adam Szeidl (2015), Journal of Finance
- $\text{Property Value} = \text{Home Equity Value} + \text{Mortgage}$   
住房所有权价值=房屋净值+贷款
- Property Value Effect: negative
- Equity Effect: positive

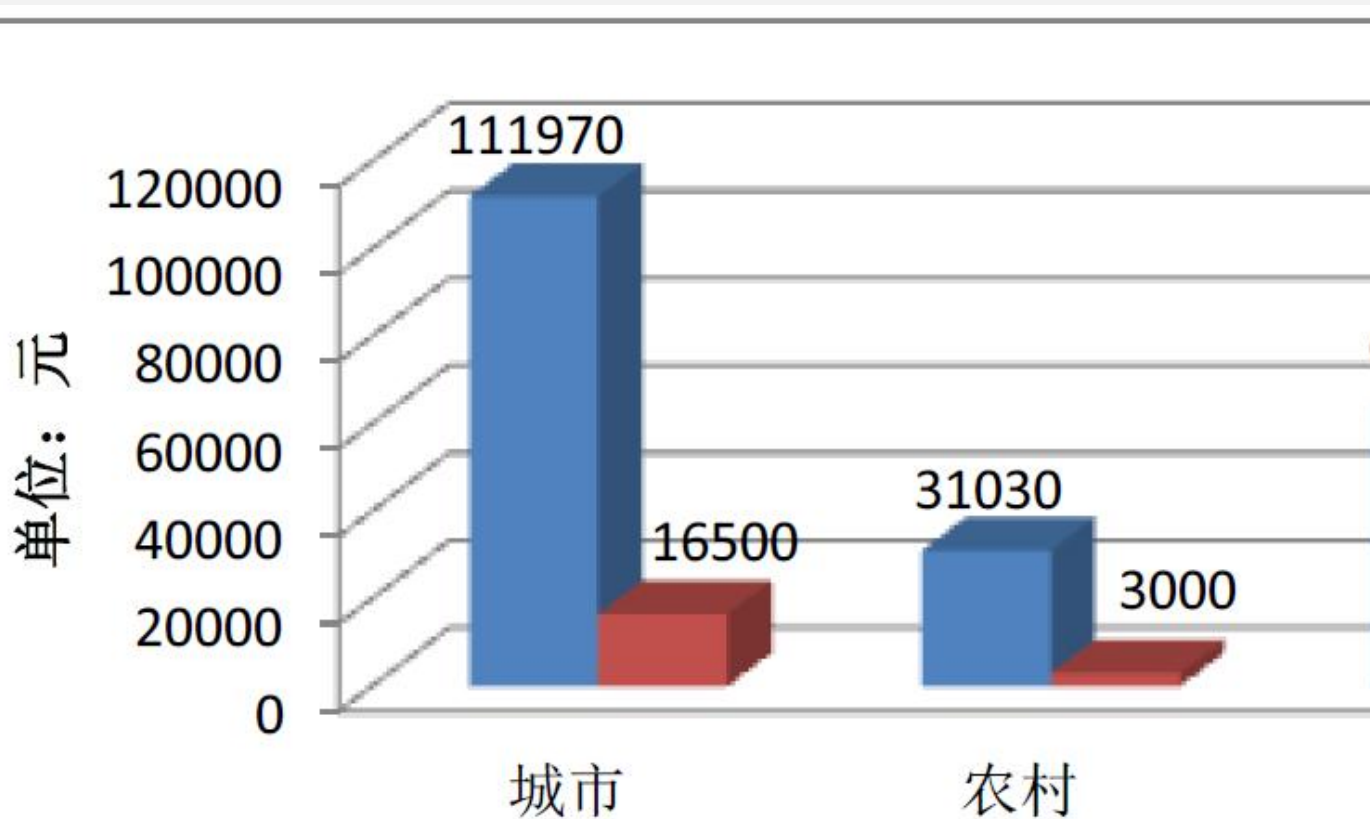


图 1: 家庭金融资产 (单位: 元)

- 由图1 可知, 家庭金融资产平均为6.38 万元, 中位数为6000 元。分城乡来看, 城市家庭金融资产平均为11.20 万元, 中位数为1.65 万元; 农村家庭金融资产平均为3.10 万元, 中位数为3000 元; 家庭金融资产在城乡之间的差异显著, 中位数达到3.5 倍。从均值和中位数之间的差异可知, 金融资产在家庭之间的分布是不均匀的。

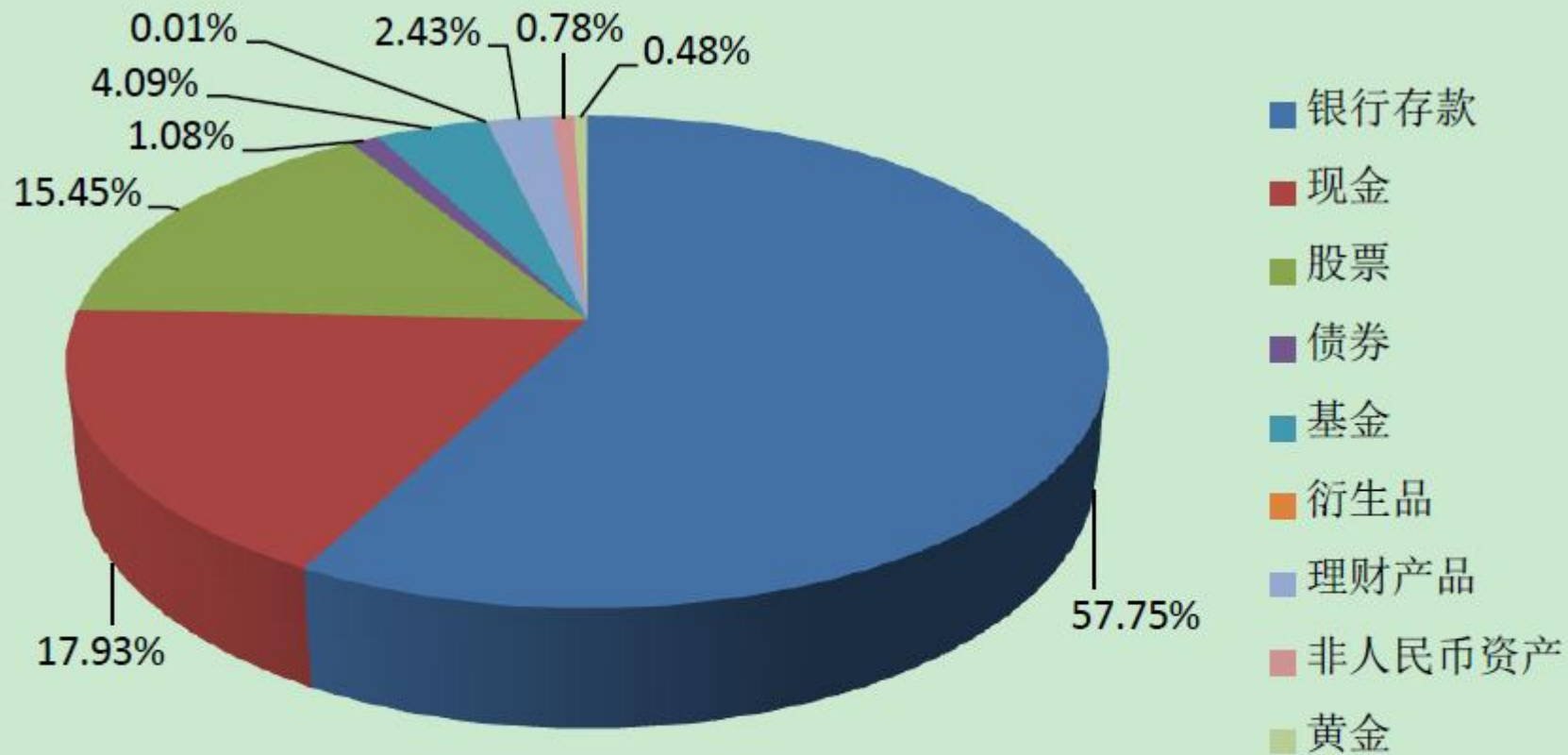


图 2：家庭金融资产配置

- 图2可知，家庭金融资产中，银行存款比例最高，为57.75%；现金其次，占17.93%；股票第三，占15.45%；基金为4.09%；银行理财产品占2.43%。银行存款和现金等无风险资产占比高。

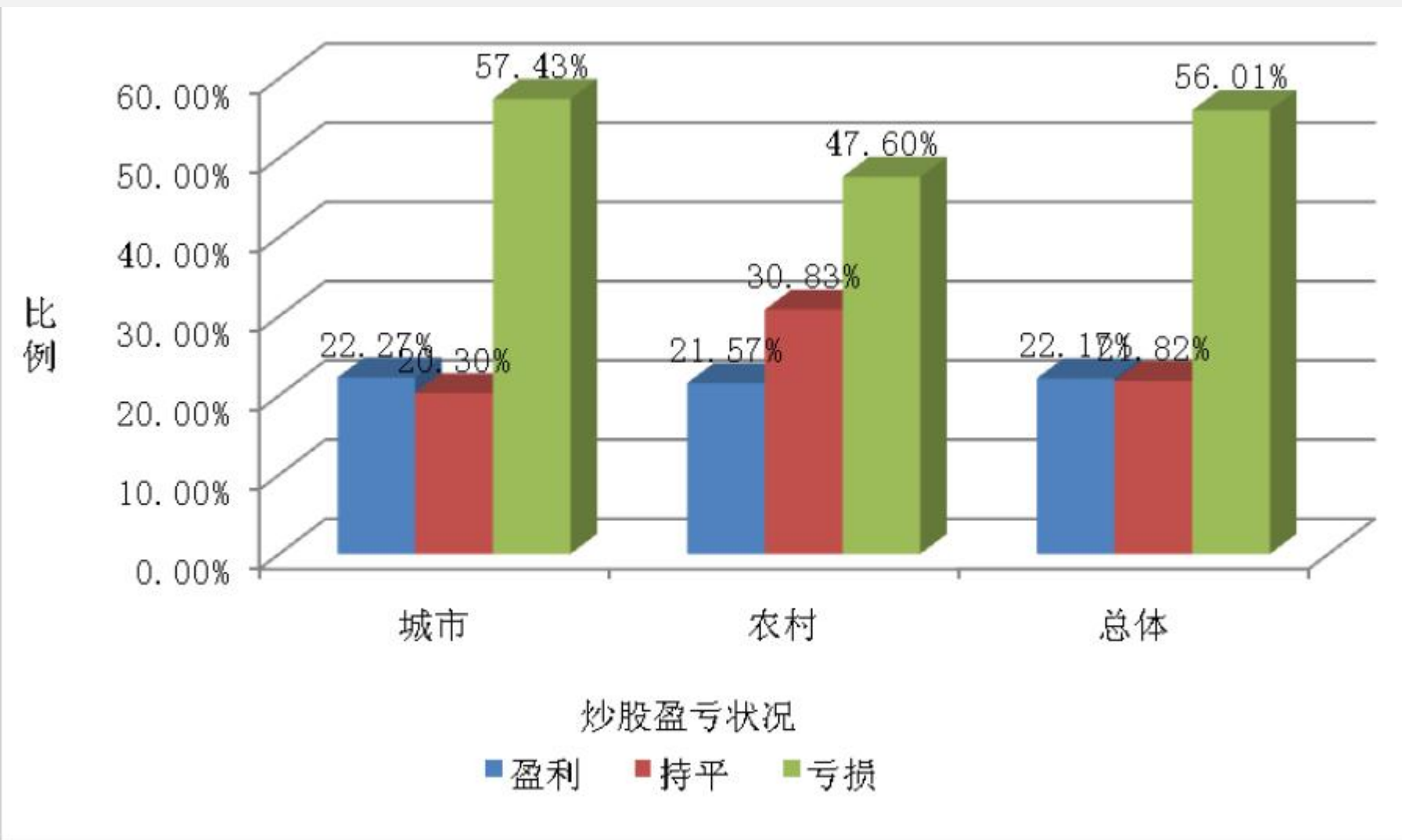


图 3：炒股盈亏状况

- 图3的结果显示，有效样本中，盈利的家庭占22.27%；盈亏平衡的家庭占21.82%；亏损的家庭比例达56.01%。可见，高达77%的炒股家庭没有从股市赚钱。这与人们上说的“二八”法则比较接近。

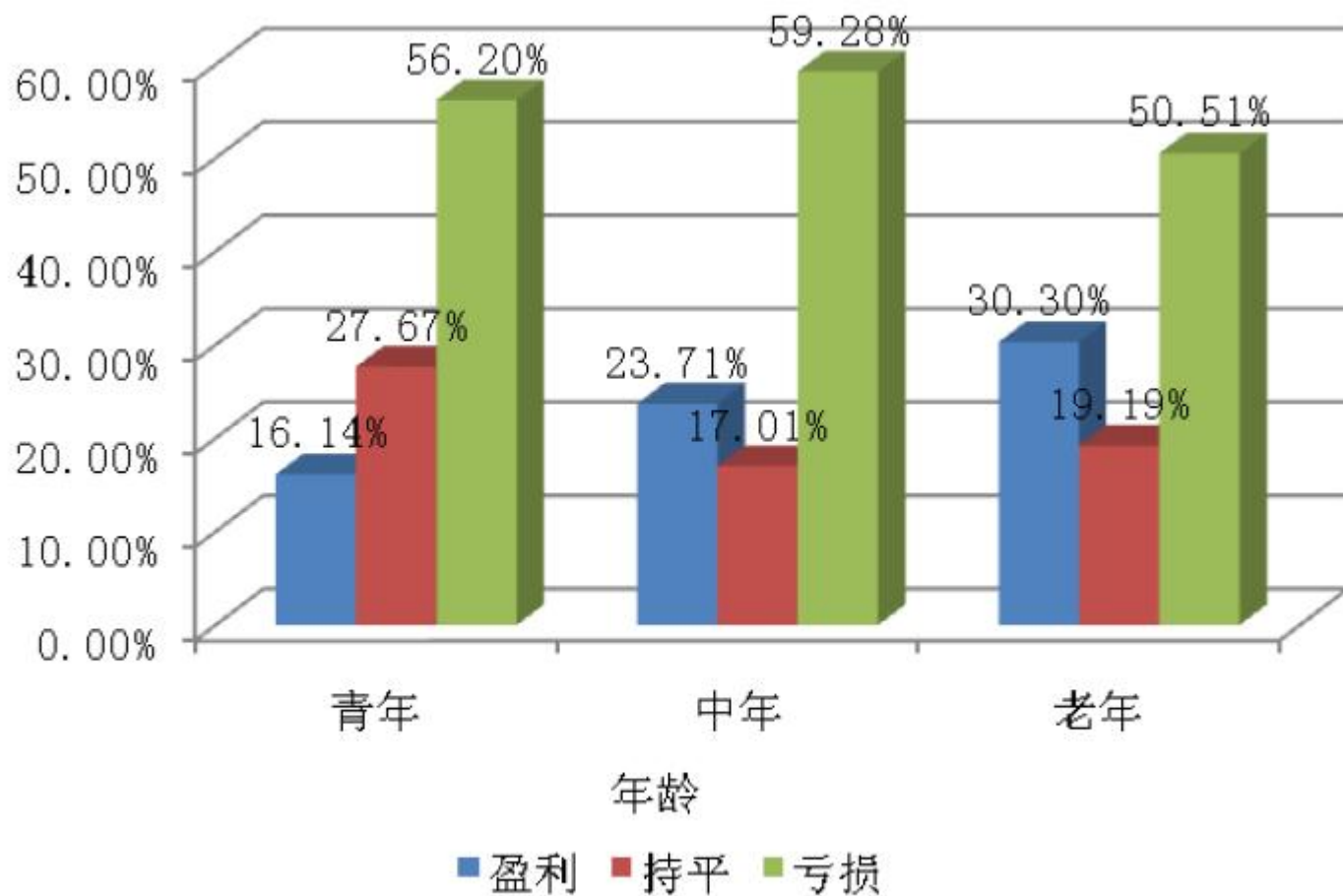


图 4：年龄与炒股盈亏

- 从图4 可知，在户主为青年的家庭中，炒股盈利占16.14%；盈亏平衡的家庭占27.67%；亏损的家庭占56.20%。在中年家庭中，炒股盈利的占23.71%；盈亏平衡的占17.01%；亏损的占59.28%。在老年家庭中，炒股盈利的占30.30%；盈亏平衡的占19.19%；亏损的占50.51%。总体来看，随着年龄的增加，炒股赚钱的比例呈增加的态势。

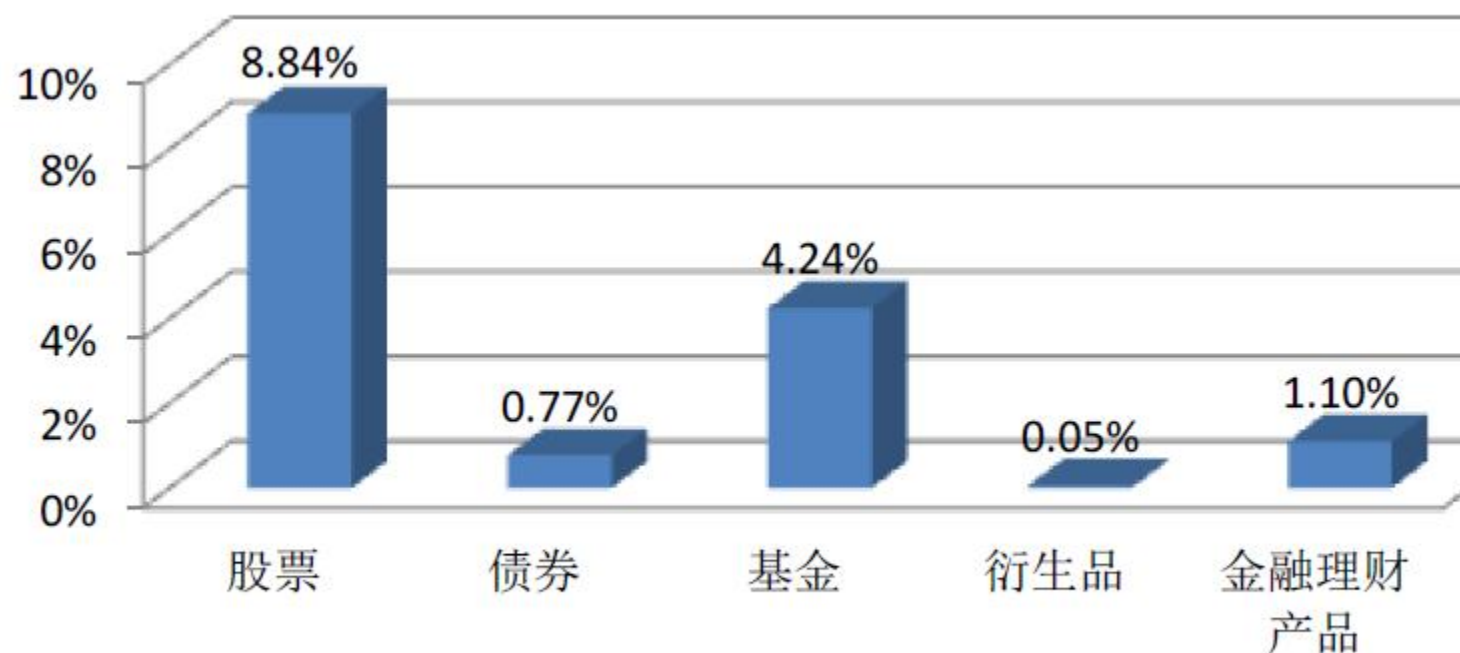


图 5：金融市场参与率

- 金融资产结构比较单一（**股票为主**）
- 由图5 可知，家庭对股票市场参与率为8.84%；家庭对债券市场参与率0.77%；家庭对基金市场参与率4.24%；家庭对衍生品市场参与率0.05%；家庭对金融理财产品市场参与率1.10%。因此，家庭在不同金融市场参与率存在显著差异，衍生品和债券市场参与率尤其低，这与我国衍生品市场和债券市场发展滞后的现实基本吻合。

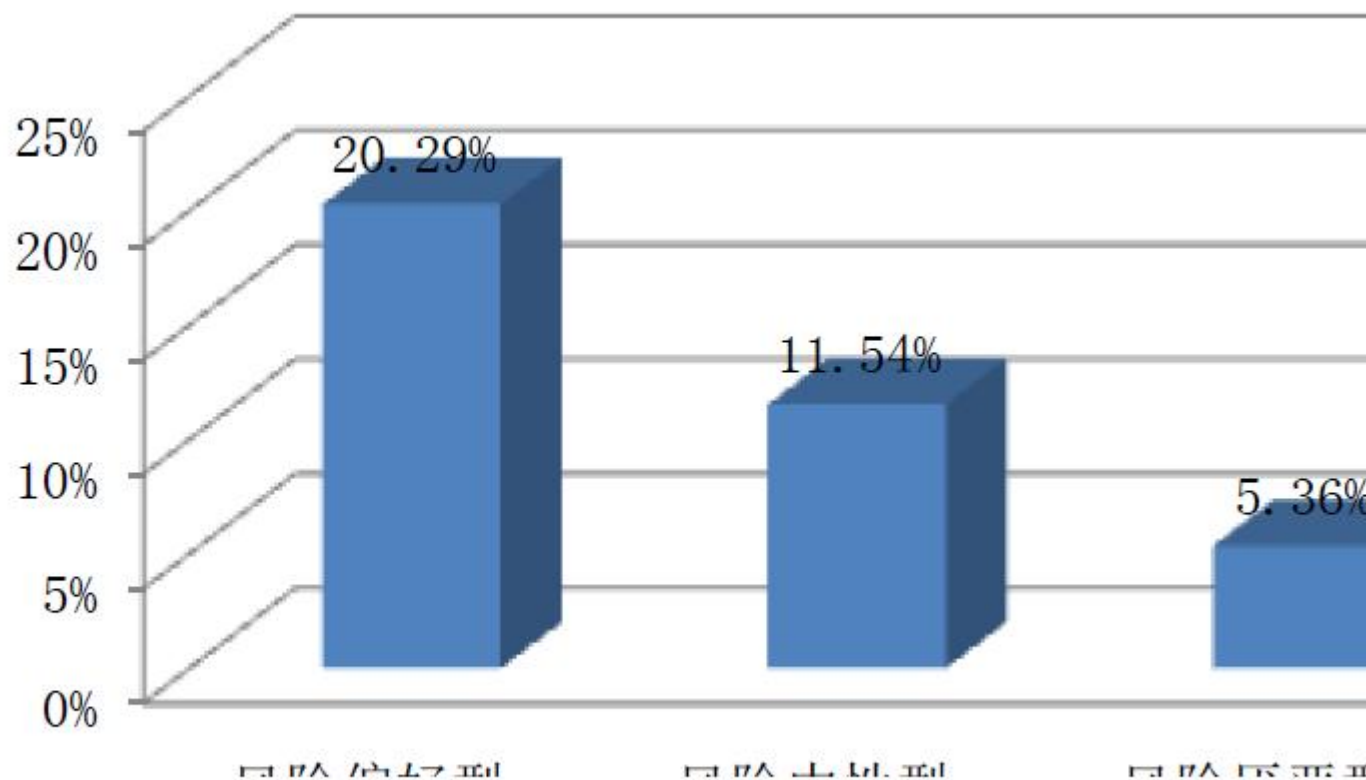


图 6：家庭风险态度与股票市场参与

- 由图6 可知，风险偏好型的家庭炒股比例为20.29%；风险中性型的家庭炒股比例为11.54%；风险厌恶型的家庭炒股比例为5.36%。因此，炒股与家庭风险态度呈明显的正相关关系。



# 典型事实

表1 按地区划分样本居民家庭各类金融资产持有概况

资产类别	全部样本		城镇居民家庭		农村居民家庭	
	参与率 (%)	均值 (万元)	参与率 (%)	均值 (万元)	参与率 (%)	均值 (万元)
无风险金融资产	99.93	2.66	99.89	3.54	100.00	1.19
现金	99.35	0.61	99.17	0.75	99.66	0.38
活期存款	26.75	2.90	34.02	3.05	14.54	2.28
定期存款	17.29	7.40	20.25	8.68	12.33	3.88
风险金融资产	12.74	10.20	18.62	10.13	2.89	10.89
股票	8.92	10.34	13.14	10.13	1.83	12.95
基金	5.16	4.37	7.54	4.49	1.16	3.06
债券	0.49	6.30	0.60	7.86	0.29	0.84
金融理财产品	1.11	10.79	1.66	10.10	0.19	20.76
金融衍生品	0.02	5.89	0.03	5.89	0	0

注：均值按照持有值大于0的样本进行平均。

## 特点

- 风险资产市场参与率极低（12%）
- 金融资产结构比较单一（股票为主）
- 风险金融资产比重过低（7%）
- 城乡风险资产选择严重失衡（18%/2%）



## 小结

- 引导居民家庭提高参与风险金融资产市场的广度和深度意义重大
  - （微观）有利于居民家庭财产性收入的增加
  - （宏观）有利于金融市场改革推进和金融消费需求扩大
- 影响我国居民家庭金融资产选择行为的主要因素
  - 住房
  - 社会保障