

金融素养与家庭金融资产配置的实证研究

中文摘要

摘要: 金融市场环境愈发多变, 针对受到广泛关注的家庭金融行为问题, 本文数据来源于 2013、2015 和 2017 年中国家庭金融调查, 合并整理出 44707 个家庭作为样本, 实证分析了金融素养、风险态度对家庭金融市场参与以及家庭金融资产配置的影响。使用 logit 模型和 tobit 模型研究发现, 金融素养的提高能够有效促进家庭参与金融市场和股票市场, 并增加股票、风险金融资产占家庭总金融资产的比例和金融资产占家庭总资产的比例。另外, 风险态度作为中介的效应存在。经过验证, 金融素养对风险偏好有着显著的正向影响, 而风险偏好又对家庭的金融资产配置有着显著正向影响; 而金融素养对风险厌恶有着显著的负向影响, 而风险厌恶对家庭金融资产配置有着显著负向影响。因此, 金融素养的提高能够通过提高家庭的风险偏好、抑制家庭的风险厌恶这一传导机制, 促进家庭参与金融市场和股票市场, 并更加倾向于增加股票以及风险金融资产的配置比例。本文的创新点是进行了传导机制的分析, 得出金融素养通过改变风险态度从而提高家庭参与金融市场以及进行金融资产配置的可能性的结论。

关键词: 金融素养; 风险态度; 家庭金融; 金融资产配置

目 录

中文摘要	II
ABSTRACT	III
1 引言	7
1.1 研究背景	7
1.2 研究意义	7
1.3 研究内容	8
1.4 研究方法	9
1.5 研究思路	9
1.6 创新点	10
2 文献综述	11
2.1 现有文献综述	11
2.1.1 关于家庭金融资产配置的影响因素研究	11
2.1.2 关于金融素养作用的研究	12
2.1.3 关于金融素养对家庭金融资产配置的影响研究	12
2.2 文献评述	14

2.3 理论基础	14
2.3.1 有限理性理论	14
2.3.2 家庭金融理论	15
3 金融素养与家庭金融资产配置的实证研究	17
3.1 模型与变量	17
3.2 样本与数据	20
3.3 实证结果分析	21
3.3.1 金融素养对家庭金融市场和股票市场参与的影响	21
3.3.2 金融素养对家庭金融资产配置比例的影响	24
3.4 稳健性检验	28
3.4.1 经济信息关注度对金融市场参与的影响	28
3.4.2 金融素养对金融市场参与的影响（剔除金融从业家庭）	29
4 金融素养、风险态度与家庭金融资产配置的实证研究	32
4.1 金融素养对风险态度的影响	32
4.2 金融素养、风险态度对家庭金融市场资产配置的影响	33
4.3 中介效应结果分析	34
5 结论与建议	36
5.1 结论	36
5.2 建议	37
5.2.1 对政府的建议	38
5.2.2 对家庭居民的建议	38
5.2.3 对金融机构的建议	38
参考文献	40

1 引言

1.1 研究背景

以往的金融相关研究主要聚焦公司金融与资产定价这两个方向。但是随着金融市场不断发展,金融产品越发复杂化和多样化,居民家庭也逐渐更加有资金有意识地关注金融市场、进行投资理财,在家庭金融资产配置中越来越多地投资股票、债券、基金、银行理财产品和衍生品等,家庭金融有自己独特的研究价值。家庭成为了金融市场的重要参与部分,因此家庭作为微观经济主体在金融市场上的投资与决策行为引起了学术界关注。Campbell (2006)在美国金融年会上第一次提出家庭金融这一概念,家庭金融由此成为了一个新兴金融学研究领域,探究家庭如何运用金融工具以达成预期目标。金融素养是指家庭成员获取经济金融信息,根据这些信息作出家庭的理财规划,包括偿还债务、规划储蓄以及累计家庭财富等的能力。因此,金融素养对家庭的金融资产配置决策起着至关重要的作用^[1]。

当今教育水平不断提高,然而由于教育类型的不同,部分接受过高等教育的居民金融素养仍然存在一定缺失。根据中国人民银行金融消费者权益保护局发布的《2019年消费者金融素养调查简要报告》显示,全国消费者金融素养指数平均分为64.77,与2017年相比提升了1.66个百分点,提高并不显著,与发达国家相比仍存在较大差距^[2]。消费者在贷款知识方面、投资知识方面、保险知识方面的平均正确率分别为54.38%、54.77%和53.99%,说明居民对于金融知识的掌握不足,有较大的提升空间。我国家庭资产中房产比重大,金融资产占家庭总资产的比重较低,且持有的金融资产种类较为单一。金融素养的具备有助于家庭更加合理地配置金融资产,更好地保证资产的保值和增值。

中国家庭金融市场发展较为迅速,金融产品愈发多样化,家庭参与金融市场也愈发积极。因此,家庭金融逐渐受到学术界和政府的重视。家庭在金融市场的决策主要包括是否参与以及如何资产配置。本文基于中国家庭金融调查的微观数据,分析金融素养对家庭金融市场参与和金融资产配置有何种影响。

1.2 研究意义

我国金融市场迅猛发展,家庭金融资产配置越发多样化和复杂化,家庭金融资产配置的影响因素值得探究,而家庭金融决策的影响因素较多,金融素养是家庭金融领域研究的核心问题之一,关乎家庭金融信息搜寻成本和风险承受能力等,研究其对家庭金融决策产生的影响意义重大。这就需要我们结合目前的经济金融形势,检验传统因素以及金融素养这一变量对家庭金融资产配置产生什么样的影响。因而本文关于金融素养对家庭金融资产配置的影响进行研究。

首先,对于家庭金融资产配置的研究有助于促进家庭针对自身情况进行合理地资产配置,具备风险承受能力,更加高效地配置资产,使家庭资产保值增值,从而提高家庭福利。使家庭通过提高金融素养增强对不合规金融产品的辨别能力,从正规渠道选择适合家庭情况的金融产品,根据自身情况理性地参与金融市场投资。另外能够提高家庭的风险认知与承受能力,避免了面对损失时不必要的恐慌,从而维持金融秩序的稳定。

其次,金融素养对家庭金融资产配置的影响研究能够促进相关部门有针对性地制定相应政策,体现开展金融普惠教育从而提高消费者金融素养的重要性。家庭是社会的一个基本组成部分,是国家经济运行的一个重要部门,家庭资产配置将影响整个社会的资源配置,对国家经济产生影响。因此政府在制定政策时,应当根据我国家庭情况,组织金融知识培训教育等,引导家庭居民学习金融知识、提高金融素养,积极参与金融市场,更加合理地配置家庭资产,从而促进金融市场的发展和实体经济的繁荣发展。

再次,金融素养对家庭金融资产配置的影响研究能够促进金融机构进行金融产品创新。家庭是金融产品和服务的重要消费者,对家庭金融资产配置的研究有助于金融机构对金融产品进行创新,使金融机构更准确定位家庭的需要,从而根据中国家庭居民对金融产品和服务的需求,设计出更符合家庭投资倾向的金融产品,提升金融服务水平。由此能够促进家庭参与金融市场投资,推动金融市场发展,并提高金融机构的透明度和效率,从而促进整个金融业的发展。

本文基于 CHFS 数据,实证分析金融素养对家庭金融资产配置的影响,并对金融素养通过何种传导机制对家庭金融资产配置产生影响进行探究,有助于深入了解我国家庭金融素养水平和家庭金融资产的配置情况以及金融素养对家庭金融资产配置产生了怎样的影响,为进一步的理论研究提供基础。

1.3 研究内容

第一部分,基于我国当前金融市场的现状以及居民金融素养的情况提出本文的研究背景和研究意义。阐述本文的研究方法以及研究内容,并介绍本文的创新点。

第二部分,对关于家庭金融资产配置的影响因素的研究、金融素养的作用研究以及关于金融素养对家庭金融资产配置的影响研究分别进行了文献综述并进行了文献评述。

对有限理性理论和家庭金融理论进行了分析。

进行金融素养与家庭金融资产配置的实证研究。首先对样本和数据来源进行介绍,描述采用的解释变量、被解释变量和控制变量,并进行描述性统计。随后对金融素养对家庭金融市场和股票市场参与的影响并分析金融素养对家庭金融资产配置比例的影响。最后进行了稳健性检验,分别将解释变量替换为经济信息关注度,把金融从业家庭剔除,进行分析。

第一部分,对金融素养通过何种途径影响家庭金融市场参与、家庭股票市场参与以及家庭金融资产的配置进行分析,分析风险态度这一中介变量的中介作用是否显著,并分析中介效应占总效应的比例。

第二部分,根据实证结果,分析得出相应的结论。根据前文的实证结果及结论,从政府、家庭居民、金融机构三个方面分别提出有针对性的建议。

1.4 研究方法

本文基于中国家庭调查数据(CHFS)2013年、2015年和2017年的面板数据,研究金融素养对我国居民家庭金融资产配置的影响,采取的主要研究方法如下:

(1) 文献研究法。阅读大量金融素养相关文献、家庭金融资产配置相关文献,对相关文献进行概括与总结,剖析目前相关文献研究的存在的问题并理解相关模型、指标构建方法,对本文研究方向和研究内容有了更明确的认识和理解。

(2) 实证分析法。本文使用 stata 软件对三年的调查数据进行混合 logit 回归和混合 tobit 回归等,从实证角度分析金融素养对家庭金融资产配置的影响,从而根据实证结果得出相应结论并有针对性地提出政策建议。

(3) 中介效应分析法。本文参考 Baron & Kenny (1986)、Judd & Kenny (1981) 和温忠麟等 (2004) 的研究,采用逐步检验回归系数的方法判定风险态度这一中介变量在金融素养对家庭金融资产配置的影响作用中是否存在中介效应。

1.5 研究思路

与研究内容一致,本文的研究思路如图 1 所示。

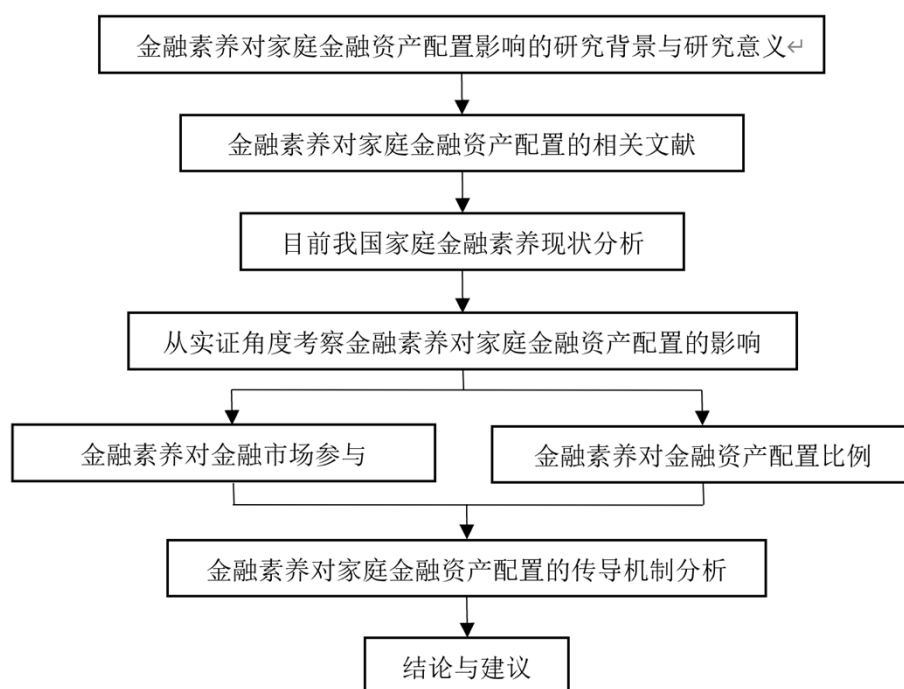


图 1 研究思路

1.6 创新点

本文的创新点有三点。首先，现有文献大多基于 CHFS 单年的横截面数据进行实证分析，而本文使用了 2013、2015、2017 三年的面板数据进行实证分析。其次，本文不仅仅分析金融素养对家庭金融市场参与和股票市场参与的影响，还对金融素养对家庭金融资产配置比例的影响进行了深入探究。最后，现有文献大多没有对金融素养通过何种传导机制影响家庭金融资产配置进行探究，而本文探究风险态度这一变量的中介作用，并研究了风险态度这一中介变量所发挥的中介效应占总效应的比例。

2 文献综述

2.1 现有文献综述

目前已有不少学者对家庭金融资产配置以及金融素养进行了研究,本文总结家庭金融资产配置的影响因素研究、金融素养作用的研究和关于金融素养对家庭金融资产配置的影响研究者三方面文献,并进行文献评述。

2.1.1 关于家庭金融资产配置的影响因素研究

国内外已经有不少文献研究过家庭金融资产配置的影响因素。Guiso (2000) 研究了意大利家庭的金融资产配置,得出家庭面临的收入风险和金融市场参与的交易成本都会挤出家庭所持有的风险资产的结论^[3]。Cardak 和 Wilkins (2009) 对澳大利亚家庭的实证研究发现,投资者对风险的厌恶以及健康状态的欠佳会减少家庭金融风险资产配置比例,而较高的房产价值和金融素养会增加家庭金融风险资产的持有量^[4]。Antoniou et al. (2015) 分析了市场不确定性与家庭股市参与率的关系,发现理性的投资者会在股市波动时减少持有股票。Guiso 和 Sodini (2013) 研究发现金融知识水平和风险偏好程度对家庭风险性金融资产投资有显著促进作用^[5]。尹志超 (2015) 基于 CHFS 数据研究发现金融知识和投资经验会促进家庭进行风险金融资产投资并且提高家庭投资股票获得盈利的可能性,而拥有房产和从事个体工商业会挤出家庭的风险金融资产投资和股票投资^[6];周弘 (2015) 的研究发现接受金融教育对金融市场参与有促进作用^[7];而李涛、郭杰 (2009) 的研究则得出风险态度对股市参与没有显著影响的结论^[8];王聪和巩宿裕 (2015) 通过对社会资本进行分析,发现结合型社会资本对家庭金融市场参与深度有负向影响^[9]。刘降斌、崔敏 (2020) 基于黑龙江省家庭金融数据研究发现家庭结构特征因素如投资决策者年龄、婚姻状况、受教育程度以及基础因素家庭财富值都对投资金融资产有显著的正向影响^[10]。尹志超、吴雨和甘犁 (2015) 运用中国家庭金融调查 (CHFS) 数据,研究了金融可得性对家庭金融市场参与及资产选择的影响,发现金融可得性的提高会促进家庭更多地参与正规金融市场,即促进居民家庭进行股票、债券、基金、理财产品、衍生品等资产的配置,同时会降低家庭在非正规金融市场的参与即降低家庭参与民间借贷市场^[11]。卢亚娟、张菁晶 (2018) 使用中国家庭金融调查数据 (CHFS) 对我国不同地区农村家庭金融资产选择行为的广度和深度进行实证分析,发现受教育程度、患病状况及投资经验在农村家庭金融资产持有广度和持有深度方面均具有显著重要影响^[12]。

2.1.2 关于金融素养作用的研究

金融素养在家庭的投资决策的信息搜集、信息分析等多个环节中发挥着重要的作用,一定的金融素养能够帮助家庭减少信息收集和处理成本,规避市场投资风险,更准确、更快速地作出投资决策。

Guiso 和 Jappelli (2009) 研究发现金融素养能够促进多样化配置资产^[13]。Dohmen 等 (2010) 分析得出结论,金融素养能够减少家庭搜集信息花费的时间成本,使得家庭能够更好地计算金融产品的风险和收益等问题^[14]。Almenberg (2011) 分析发现金融素养高的人更有可能参与金融市场和投资股票^[15]; Abreu 和 Mendes (2010) 分析证实金融知识和处理信息的能力对投资的资产数量有显著影响^[16]。高金融知识也能够更好地了解养老金制度、购买养老保险,并在退休账户中支付更低的投资费用,以及分散投资养老资产 (Lin et al, 2017); 秦芳、王文春、何金财 (2016) 采用 2013 年中国家庭金融调查数据 (CHFS), 实证研究发现金融知识的增加提高了我国居民家庭参与商业保险的可能性和参与程度^[17]。尹志超、宋全云、吴雨、彭嫦燕 (2015) 运用 2013 年中国家庭金融调查数据 (CHFS) 进行了实证分析发现,金融知识通过改善家庭借款渠道偏好、提高家庭正规信贷需求和正规信贷可得性以及改善家庭的风险态度来降低金融约束等对创业精神的抑制作用,进而提高家庭创业意愿^[18]。秦海林等 (2018) 的研究发现金融知识显著提高了风险资产尤其是股票的配置份额^[19]。周亭孜 (2017) 进行分析得出金融素养水平的提高有助于提高风险态度认知水平的结论^[20]。胡振 (2017) 研究发现金融素养对家庭金融资产配置以及家庭资产积累水平均有显著正向影响^[21]。吴卫星、吴锬、王珽 (2018) 运用清华大学中国金融研究中心 2010 年和 2011 年“中国消费金融现状及投资者教育调查”数据,发现金融素养高的居民家庭更可能持有负债和偏好通过正规渠道借贷,并且金融素养的提高有助于减少过度负债^[22]。李波、朱太辉 (2020) 使用中国家庭追踪调查 (CFPS 2014) 数据研究发现金融素养能够显著缓解债务杠杆率对家庭金融脆弱性的负面影响,进而降低家庭发生金融脆弱的概率^[23]。Son et al. (2018) 基于韩国的数据分析了金融素养如何作为中介,使得金融教育对个人理财产生影响^[24]。

然而家庭金融素养较低的现象非常普遍。Rooij et al. (2011) 基于荷兰中央银行家庭调查数据发现,大部分家庭只了解基本的金融知识,缺乏专业的金融知识^[25]; 2019 年,中国人民银行开展对消费群体的金融素养调查,发现虽然居民金融素养较 2017 年有所提高,但居民的金融知识和风险意识仍然需要加强。

2.1.3 关于金融素养对家庭金融资产配置的影响研究

而关于金融素养如何影响家庭金融资产配置,吴卫星(2014)基于微观数据,分析得出了风险对家庭投资期限有着重要的影响^[26],Christelis,Jappelli和Padula(2010)指出,金融素养低的人信息成本较高,参与金融市场受到一定阻碍^[27];Jappelli和Padula(2013)构建了有关金融素养、储蓄和资产配置的模型,发现金融素养投资能够减少金融参与成本,并增加投资机会,从而提高资产的预期收益率^[28]。尹志超、张号栋(2017)基于2013年中国家庭金融调查(CHFS)数据研究发现金融知识对家庭财富有显著的正向影响,且对低财富组家庭财富的促进作用更大,普及金融知识,可以缩小家庭财富差距^[29]。Arrondel(2015)分析了金融素养对家庭股票市场参与决策的影响,发现金融素养的缺乏使得消费者无法准确判断投资项目的预期收益和风险,从而导致投资者很难进行投资^[30]。Ricci和Caratelli(2015)研究发现较高的金融素养对家庭财富的积累有积极影响^[31]。Selim Arena(2016)运用在伊斯坦布尔调查问卷数据发现如果投资者的金融素养水平较低,他们更倾向于储蓄和外币。而当金融素养水平提高时,投资者倾向于创建投资组合或购买股票。崔静雯等(2019)基于CHFS微观数据研究发现金融知识可以提升有限关注进而促进家庭股票市场和风险金融市场参与^[31]。吴卫星、吴锟、张旭阳(2018)运用清华大学中国金融研究中心2011年进行的“中国消费金融现状及投资者教育调查”项目数据,通过构造夏普比率度量居民家庭资产组合有效性,采用普通最小二乘法、赫克曼两阶段法和工具变量法,研究发现金融素养水平高的家庭资产组合有效性更高^[22]。杨宝华(2020)基于2013年和2015年中国家庭金融调查数据(CHFS)中的11324户追踪受访家庭数据,运用多项Logit模型实证研究金融知识对家庭资产配置类型的影响,实证结果显示,提升家庭金融知识水平有利于家庭金融资产配置从存款主导型向权益主导型、理财产品主导型和商业保险主导型转变,并降低向借出款主导型转变的概率,其中,金融知识水平高低对选择理财产品主导型的金融资产配置类型的可能性影响最大^[33]。许先普等(2020)研究发现金融素养通过增强居民风险偏好和拓宽信息渠道等方式促进家庭风险金融资产投资^[34]。周弘、夏鸣和李继增(2020)采用中国家庭追踪调查2014年数据,实证分析发现,信息整理能力在金融素养影响家庭研究发现风险资产配置决策中充当了重要的中介^[35]。鲁斯玮、罗荷花(2020)利用中国家庭金融调查2015年数据,研究金融素养、风险态度对家庭负债的影响行为,研究发现金融素养可以通过改变居民的风险态度来影响家庭负债决策、负债额度和负债渠道偏好,风险态度在其中的中介效应占总效应比重分别为100%、41.45%和12.10%^[36]。赵青(2018)基于CHFS抽样数据的结果表明,客观金融知识和主观金融知识对金融行为都具有显著的正向影响关系,而且通过风险态度与之间接的影响关系也显著成立结论^[37]。陈曦明、

黄伟（2020）借助西南财经大学中国家庭金融调查 2015 年数据探讨了金融教育、风险偏好对家庭参与金融市场的影响，发现金融教育可以促进金融市场参与率、提高家庭金融风险资产持有比例；并且金融教育可以提高家庭金融素养，进而促进其金融市场参与意愿，金融教育可以通过改善家庭风险偏好提高参与率，改善风险厌恶的效果更有效^[38]。

2.2 文献评述

对现有文献进行梳理后发现，国外家庭金融相关研究较多，关于家庭资产组合的微观数据库较为完善。而国内关于家庭金融的研究开始较晚，家庭金融微观数据库正在发展中，理论指导缺乏，实证分析也受到多方面限制。另外，当前家庭金融资产的配置研究的方向集中在传统因素对家庭金融资产配置产生的影响方面，对于家庭金融资产配置的影响因素仍然存在争议。近年来部分学者开始聚焦于金融素养这一重要的人力资本对家庭金融资产的影响研究，研究家庭资产配置决策尤其是股票等风险资产投资的研究刚刚起步，同时研究金融素养与家庭金融关系的相关文献还很少，较少文献深入分析金融素养和家庭金融资产配置之间的作用机制和影响效应。

中国家庭金融调查（China Household Finance Survey, CHFS）是中国较为权威和具有代表性的家庭金融微观数据库，自 2011 年开始调查，因此，本文梳理金融素养和家庭金融相关文献，利用家庭金融领域具有代表性的 CHFS 数据库，利用主成分分析法构造金融素养指标，通过分析金融素养对金融市场参与和股票市场参与的影响以及金融素养对股票等资产的配置比例的影响，深入研究中国家庭金融资产配置的影响因素和金融素养的重要性，并对金融素养通过何种机制影响家庭金融资产配置进行分析，具有重要的理论和现实意义。

2.3 理论基础

2.3.1 有限理性理论

“有限理性”概念的主要提倡者是诺贝尔经济学奖得主西蒙。西蒙（1953）认为真实世界中投资者是处于完全理性和完全非理性之间的有限理性，并不是“理性人”“经济人”，而是与之相对的“社会人”^[39]。投资者没有像默认的那样掌握所有信息懂得所有知识，他们收到人体生理上的局限进而产生有限认知、动机约束和彼此间互相作用的约束，投资者在进行投资决策前没有掌握所有的计划，也不能合理预期每种计划的最终结果，更不可能形成一个明确的可度量的个人效用函数，进而无法实现运用效应函数求

得效应最大化的投资组合这一理论途径，因而他主张用“满意”代替最佳。西蒙的有限理性理论“经济人”理性是现代经济学的基石，这是大家所公认的传统经济理论的原则之一。后来的行为经济学从心理学角度更系统和有力地批判了经济人理性原则，但它也是建立在西蒙的“有限理性说”基础之上的。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/788054141006006134>