

中文题目：信任与中国家庭资产配置

作者姓名：高明，赵然，李志冰

工作单位：北京大学光华管理学院

中文摘要：信任对于家庭风险性资产投资有重要影响，但是国内相关文献较少，已有文献只探究了信任对家庭参与股票市场的影响，而且结论并不一致。本文厘清了信任的双层含义并给出信任对资产配置的内外影响机制，利用 2012 年中国 25 省家庭追踪调查数据，考察了家庭参与金融市场以及风险性金融资产（股票、基金）配置比例的影响因素。结果发现，核心变量“信任”，即对社会上大多数人的信任程度对家庭是否参与金融市场和风险性金融资产配置比例有显著的正向影响，但不会对安全性资产（国债）的投资产生显著影响。实证结果比较好地解释了以往关于信任的研究中出现的争议。同时，细分样本分析发现，在非东部地区、女性为财务决策者、以及未受过高等教育的家庭中，信任对于家庭是否参与金融市场以及风险性金融资产配置比例有显著的正向影响。

关键词：信任，家庭金融，资产配置，金融市场参与

英文题目：Trust and Household Assets Allocation: Evidence from China

Abstract: Trust is imperative for household risky assets investment, but related domestic literatures at present are quite few. The existing literatures explored only the influence of trust on households in deciding whether to participate in stock markets, and the existing conclusions are inconsistent. This paper clarifies the double meaning of trust and explicates the influencing mechanism of trust on household asset allocation both internally and externally in detail. By utilizing a household survey data in 2012 which comes from China Family Panel Studies, we examined the factors which could affect households to decide whether to participate in financial markets and allocation of risky financial assets (stocks and funds). Our results reveal that the key variable of this paper, “Trust”, has a significantly positive impact on the participation in financial markets and the proportion of the risky financial assets allocated, but has no significant impact on the investment of safe assets (government bonds), which explains well the arguments in the previous trust studies. What’s more, subsample analyses find that trust shows a significantly positive influence on financial market participation and risky assets allocation in the subsample of households in non-eastern areas, households whose female take charge of money, as well as low educated households.

Keywords: Trust, Household Finance, Assets Allocation, Financial Market Participation

致谢信息：本论文使用数据全部来自北京大学“985”项目资助、北京大学中国社会科学调查中心执行的中国家庭追踪调查。

信任与中国家庭风险资产配置

摘要：信任对于家庭风险性资产投资有重要影响，但是国内相关文献较少，已有文献只探究了信任对家庭参与股票市场的影响，而且结论并不一致。本文厘清了信任的双层含义并给出信任对资产配置的内外影响机制，利用 2012 年中国 25 省家庭追踪调查数据，考察了家庭参与金融市场以及风险性金融资产（股票、基金）配置比例的影响因素。结果发现，核心变量“信任”，即对社会上大多数人的信任程度对家庭是否参与金融市场和风险性金融资产配置比例有显著的正向影响，但不会对安全性资产（国债）的投资产生显著影响。实证结果比较好地解释了以往关于信任的研究中出现的争议。同时，细分样本分析发现，在非东部地区、女性为财务决策者、以及未受过高等教育的家庭中，信任对于家庭是否参与金融市场以及风险性金融资产配置比例有显著的正向影响。

关键词：信任，家庭金融，资产配置，金融市场参与

一、引言

信任是家庭进行金融决策时不可忽视的重要影响因素（Guiso, Sapienza and Zingales, 2000; 2008），信任程度高的家庭会有更好的资产、负债管理，从而在家庭金融活动中经营的更好，对整个国家的经济发展也有好处（Jiang and Lim, 2013）。然而通过整理文献发现，探究信任对家庭金融资产配置影响的国内外文献并不多，国内文献更是寥寥无几，而且已有文献的研究结论也存在不一致。一部分学者指出居民的信任程度会正向显著影响股市参与及参与程度（Guiso, Sapienza and Zingales, 2000; 李涛, 2006; 王聪、田存志, 2012），也有一部分学者进一步研究发现信任程度会正向显著影响风险性金融资产的投资及投资比重（Guiso, Sapienza and Zingales, 2008; El-Attar and Poschke, 2011）。而同时，有学者以 6 个维度变量来度量信任，却发现在六类信任中只有家庭对上市公司的信任会显著影响股票市场参与率（度），而大部分前人文献中所采用的对社会大多数人的信任对股票市场参与没有显著影响（董俊华、席秉璐、吴卫星, 2013）。以往的文献，尤其是中文相关文献并没有对“信任”给出明确定义，也没有详细讨论“信任”影响家庭资产配置的机制，这可能是造成研究结论出现不一致的重要原因。

传统金融研究的方向多集中于资产定价以及公司金融等方向。但随着家庭财富的增加、各种金融理财产品的层出不穷以及家庭对于投资理财需求的不断增长，家庭金融，尤其是家庭金融资产配置等问题越来越受到学术界的关注。以 Campbell 在 2006 年发表的 Household Finance 为标志，家庭金融逐渐成为了金融研究领域的一个重要方向。家庭微观数据可以非常直观地反映家庭的资产配置行为，为国家经济金融政策的制定以及社会福利的改善提供了依据（高明、刘玉珍, 2013），对金融行业乃至整个国家经济的运行有着至关重要的影响，家庭金融已经日益成为经济学和金融实务的重要课题。

但是，通过整理目前国内外学者的研究发现，关于家庭金融的大多数研究主要局限在宏观政策与家庭金融的相互影响、金融渠道的可获得性或者家庭参与金融市场程度等方面。近几年，陆续也有学者开始关注家庭金融的资产配置问题，但由于受到数据获取和模型度量等方面的约束，对于家庭资产配置的研究仍显不足，本文将从信任的角度来探究我国家庭金融资产配置的影响因素。

那么，信任的应该如何定义，又是如何影响家庭金融资产配置的呢？“信任”，包括外部信任和内部信任，其对于家庭资产配置的影响来自内外两方面，一方面交易对手、社区环境（Jiang and Lim, 2013）、金融系统的客观特征（Guiso, Sapienza and Zingales, 2008）等外部因素会影响居民对他人的“信任”，有很强的社会资本、法律环境的社区很可能会提高社区成员的道德水平（Guiso, Sapienza and Zingales, 2000），从而导致居民之间更高的普遍信任（Jiang and Lim, 2013）。另一方面，每个人内在的“信任值”（trust values）不同（Jiang and Lim, 2013），这是居民信任行为的主观特征（Guiso, Sapienza and Zingales, 2008），不仅决定了居民在多大程度上相信他人，也决定了居民本身的可信度。居民的“信任值”经常来自父母尤其是母亲的灌输，更一般讲是通过文化传递获得的（Dohmen, Falk and Huffman, 2012），会与种族、宗教以及教育背景相关（Guiso, Sapienza

and Zingales, 2000; 2003)。“信任值”在个体之间存在差异,不随环境改变 (Jiang and Lim, 2013),也不会随着对金融市场逐渐了解而改变 (Guiso, Sapienza and Zingales, 2008)。本文详细回顾了国内外文献中关于信任影响家庭资产配置的分析,理清了“信任”的双重含义。在研究家庭金融资产配置影响因素的基础上,着重探讨信任对家庭风险性金融资产投资的影响,并以安全性资产投资作为对照组,深入研究信任对于家庭金融资产配置的双重影响机制,实证结果比较好地解释了以往关于信任的研究中结论不一致的现象,可以为其他学者的学术研究起到抛砖引玉的作用,并且为改善我国家庭金融市场参与率和金融市场环境提供相关政策建议和实践支持。

本文的主要创新有以下两方面:第一,国内以往研究信任对家庭金融资产配置影响的文献中只研究了对家庭参与股票市场的影响,本文在此基础上通过细分市场,分别探讨了信任对于家庭参与股票市场、基金市场、国债市场的影响,还在细分样本下分析了信任在不同地域、不同性别、不同教育程度下对家庭金融资产配置的影响,得出了符合预期的结果。第二,纵观国内外文献,探究信任影响家庭金融资产配置的文献非常少。就国内文献来说,由于数据的获取比较困难,不能大范围地研究我国家庭金融资产配置的影响因素。在此基础上,本文采用更具代表性的样本,首次使用全国 25 省数据,对我国家庭金融资产配置决定因素进行研究,以求减少区域偏差,并探讨了在不同地域下的分析结果。

本文结构如下:下一节为文献综述部分,第三节介绍了数据采集与变量构建,第四节讨论了模型假定与猜想,第五节为实证结果分析,最后一节为文章结论部分。分别从理论与实证层面构成了信任对我国家庭金融资产配置影响的相关分析和框架。

二、文献综述

传统投资组合理论假设投资者之间的差异仅体现在风险厌恶程度上,与此同时假设市场有效、信息完备等。但是,家庭之间存在性别、年龄、收入等客观条件的不同以及信任程度等主观条件的差异,因而不同家庭(即使风险厌恶程度相同)会采取不同的投资组合策略。目前,关于家庭金融资产配置内在影响因素研究的文献主要集中于探讨背景风险因素、人口统计特征、经济与金融发展、社会文化特征等方面(高明、刘玉珍, 2013)。

背景风险因素对居民风险资产投资的影响主要来自劳动收入风险 (Angerer and Lam, 2009; Guiso et al., 1996; Cardak and Wilkin, 2009; 何秀红, 2007; 何兴强、史卫、周开国, 2009)、健康状况 (Rosen and Wu, 2004; Edwards, 2008; Cardak and Wilkins, 2009; Fan and Zhao, 2009)、以及房地产投资 (Cocco, 2005; Benzoni et al., 2007; Yao and Zhang, 2005)等。人口统计特征的影响包括年龄 (Barber and Odean, 2001; Guiso et al., 2000)、教育程度 (Vissing-Jorgensen, 2002; Campbell, 2006)、性别 (Agnew, Balduzzi and Sunden, 2003; Hubener, Maurer and S. Mitchell, 2013)等。经济与金融发展方面包括经济环境对家庭投资率的影响 (Christelie et al., 2010)、金融系统 (Demirguc-Kunt and Levine, 1996)、贫穷问题 (Jalilian and Kirkpatrick, 2005)、金融发展深入程度 (Beck et al., 2004)等

此外,家庭是社会组成的一部分,也是社会特征的一个缩影,会受到社会文化的影响。因此我们在探讨影响家庭金融资产配置决定因素时,不免会想到社会文化因素。社会文化特征包涵了信任、宗教、社会互动等因素。宗教研究方面, Renneboog and Spaenjers (2009)发现,有宗教信仰的家庭更加关心其储蓄。进一步来说,天主教徒和新教徒有较长的规划视野,较高的风险规避,其投资风险资产的可能性更低,新教徒和福音派似乎个人财务责任感更强。Hong、Kubik and Stein (2004)、李涛 (2006)的研究表明社会互动程度高的居民与周围居民交流股市信息的机会更多,其参与股市投资的概率更大。

在信任变量方面,多数文献都只在社会学或心理学上探讨了信任的定义(例如 1979 年 Luhmann 的 *Trust and Power* 一书; Putnam 在 1993 年的著作 *The Prosperous Community: Social Capital and Public Life* 等等),或者讨论如何定义信任的(例如 Glaeser et al. (2000)等)。

在金融中探讨信任对家庭资产配置影响的文献并不多, Guiso, Sapienza, Zingales (2000)使用 1989-1995

年意大利的数据，用“公民参与度”来度量信任，首次从理论和实证的角度分析了社会资本对包括股市参与在内的金融发展水平的影响，发现居民对金融机构、外界社会等信任程度越高，其预期股票投资收益越高，参与股市更积极，其家庭会持有更少的现金，使用支票更多，有更多机会获得机构贷款，从而减少非正规的信贷。在信任程度高的地区，企业也更可能拥有多个股东，有更多机会获得贷款。同时，细分样本下发现在法律效力弱和居民教育程度低时，信任的效应会更加明显。Guiso, Sapienza and Zingales (2008) 使用 2003 年荷兰和意大利的数据，分别用来度量普遍信任和特殊信任，在两种度量方法下文章得到了一致结论，发现信任度高的人更可能参与股票市场，如果参与的话会投资更多，并且信任在低教育程度的人群中有更强的影响。此外，文章也把信任的影响推广到投资于风险性资产，包括直接、间接拥有股票，公司债券，看涨看跌期权这些的加总，结果发现信任程度高的人更可能投资于风险性资产。同时，文章在 Tobit 回归中也发现信任程度高，会提高居民金融资产中风险性金融资产的投资比重。El-Attar and Poschke (2011) 用 item response model (IRT) 模型来度量信任，使用西班牙 2002 年的数据和 European Social Survey 2004 年的数据，发现低信任水平的家庭在房地产中投资更多，但是在金融资产中投资更少，尤其在风险性金融资产中投资更少。文章认为信任不仅会驱动股票市场有限参与，更一般地说也会导致金融发展的有限参与，在高教育程度或者更富有的家庭中信任的影响更小。Jiang and Lim (2013) 使用美国 2008 和 2010 年的数据，发现有更高信任水平的居民会有更多的资产和退休储蓄，更加倾向于利用投资机会；错过付款、破产的可能性更低。因为有更好的资产、负债管理，这些高信任程度的居民有更低的杠杆和更高的净财富，在家庭金融活动中经营的更好。细分样本下，文章也发现信任在女性和低教育程度、低收入水平的居民中会有更大的影响。该文章的贡献还在于把“trust”对家庭金融决策的影响机制分为两方面，分别为外部环境导致的“trust beliefs”，以及父母灌输或通过文化传递形成的内在“trust values”，实证结果发现这两方面在家庭金融决策中都扮演着重要角色。

表 1 信任与家庭风险资产配置相关文献回顾

文献	“信任”的定义	如何度量“信任”	因变量	风险资产类型	文章发现	数据来源	样本区间	样本范围	样本点	发表期刊
李涛 (2006)	在面临不确定性的情况下,投资者对其他合同方是否会尽其所能完成合同的主观判断	居民对社会上大多数人的信任程度	a.居民是否拥有上市公司股票; b.居民金融资产中上市公司股票的重要性	股票	更积极的社会互动和更高的信任程度都促进了居民参与股市,也提高了其股市参与程度。	中山大学广东发展研究院	2004	广东 7 个城市	2059 名居民	《经济研究》
王聪、田存志 (2012)	未定义	以 6 个维度的信任变量来度量“信任” ¹	a.居民是否拥有上市公司股票; b.居民持有的上市公司股票价值占其金融资产的比重	股票	支持股市参与的“信任论”,信任度对推动家庭参与股市投资具有显著的正面作用 ² 。	奥尔多研究中心	2007 和 2012	文中未说明	2007 年 1355 户居民; 2012 年 1000 户居民	《经济研究》
董俊华、席秉璐、吴卫星 (2013)	未定义	以 6 个维度的信任变量来度量“信任”(同上)	a.被调查者是否参与股票市场投资; b.被调查者股票市场参与程度	股票	在六类信任中只有家庭对上市公司的信任对股票市场的参与率(度)有显著的促进作用,其他五类信任对家庭股票市场参与率(度)没有显著影响。	奥尔多研究中心	文中未说明	全国 16 个省	3567 名居民	《江西社会科学》
Guiso, Sapienza, Zingales (2000)	trust is something above and beyond the effect of legal enforcement: an element that fosters cooperation and economic development	(1) a measure of civic engagement at the provincial level: Voter turnout at the provincial level (Putnam, 1993) (2) Second is the part of the country where a household or firm is located.	a.家庭持有的金融财富中现金所占比例 b.家庭持有的金融财富中存款所占比例 c.家庭持有的金融财富中股票所占比例 d.家庭是否使用支票	股票	发现社会信任程度高的地区,其家庭持有现金更少,投资股票更多,使用支票更多,有更多机会获得机构贷款,从而减少非正规的信贷。在这些地区,企业也更可能拥有多个股东,有更多机会获得贷款。在法律效力弱和居民教育程度低时,信任的效应更加明显。信任对存款的影响在信任的两种度量下出现不一致结果,在第一种度量下发现信任会对存款比例有正向显著影响,第二种度量下发现信任程度过高或过低的地区存款比例都很低,而在信任程度居中的地区存款比例反而很高。	The Survey of Households Income and Wealth (SHIW)	1989 至 1995	意大利	32617 households	National bureau of economic research
Guiso, Sapienza, Zingales (2008)	We define trust as the subjective probability individuals attribute to the possibility of being	1. Generalized trust: “Generally speaking, would you say that most people can be trusted or	a.是否直接参与股票市场 b.是否参与风险性资产投资	文章中以 risky assets 的总和	发现在荷兰信任度高的人更可能参与股票市场,如果参与会投资更多。信任在低教育程度的人群中有更强的影响。文章也把信任的影响推广到投资于风险性金融资产,结果发现信任程度高的人更可能投资于风险	The Dutch National Bank	2003	荷兰和意大利 ⁷	1943 households 1834 Bank	Dutch The Journal of Finance Bank

¹ 6 个维度的信任变量指居民对社会上绝大部分人的信任、对上市公司的信任、对政府的信任、对媒体的信任、对金融机构的信任、对其他中介组织的信任

² 文章虽然这么写的,但是实际上该文章结果的表格显示“信任”的影响是不显著的,考察股市参与率时,07 年在 10%显著水平下显著,12 年不显著;考虑股市参与度时,07 和 12 年都不显著。

⁷ 该文章做跨国检验时,数据有三个来源,1.Giannetti and Koskinen (2005), 2.La Porta et al (1998), 3.World Values Survey.

	cheated ³ .	that you have to be very careful in dealing with people? ⁴ 2. personalized trust (trust toward a well-identified entity) : "How much do you trust your bank official or broker as financial advisor for your investment decisions?"	c.股票在家庭金融总资产中所占比例 d.风险性资产在家庭金融总资产中所占比例	来进行回归 ⁵ 。	性金融资产, tobit 回归也发现信任程度高会提高风险性金融资产的投资比重。使用跨国数据分析信任的影响时, 也发现了相同的结论。文章使用 personalized trust 进行分析时与使用 generalized trust 时结果一致。	(DNB) Household Survey The Italian Bank customers surveys ⁶	customers		
El-Attar and Poschke(2011)	trust is a property of the investor that affects the perceived distribution of asset returns, with an impact that can depend on the asset	In this paper, we measure agent's generalized trust in others. In our case, we obtain individual measure of trust using 8 different questions(items) on different aspects of trust,using a new item response model (IRT) proposed by Spady (2007)	a.real estate / total wealth b.financial assets / total wealth c.risky assets / total wealth d.cash / total wealth e. risky assets / financial assets f. cash / financial assets	文中是用 risky assets 的总和来做回归的 ⁸	发现信任水平低的家庭在房地产中投资更多, 而在金融资产中投资更少, 尤其在风险性金融资产中投资更少。信任不仅会驱动股票市场有限参与, 更一般地说也会驱动金融发展的有限参与。文章也发现在高教育程度或者更富有的家庭中信任的影响更小。	The European Social Survey (ESS) 2004 The Spanish Survey of Household Finances (EFF) 2002	西班牙	1156 men and women older than 18	Review of Finance

³ "In modeling trust as a subjective belief about being cheated by the counterpart in a financial transaction, we are following strictly the trust literature (see Gambetta(2000); Dasgupta(2002); Berg,Dickhaut and McCabe(1995))."

⁴ "The degree of trust a person has toward another or toward a company depends both on his general trusting attitude and on the perceived trustworthiness of the counterpart."

⁵ Risky assets include the values in stocks, stock mutual funds, corporate bonds, and put and call options

⁶ The purpose of the DNB survey is to collect household-level data, and the Italian Bank survey is to get information on portfolio composition and demographic characteristics.

⁸ Risky assets include Listed Shares, Unlisted Shares, Fixed-Income Securities and Mutual Funds.

Jiang and Lim(2013)	We define trust as the fundamental confidence an individual has towards others to return what is promised —simply, the confidence to have a fair return in any contract. ⁹	Generally speaking, how often can you trust other people?	(1) 是否有负债 (2) 是否错过付款 (3) 是否破产 (4) 是否丧失抵押品赎回权 (5) 杠杆 (负债/资产) (6) 退休储蓄的对数 (7) 资产的对数 (8) 净财富的对数	文章中并没有分开计算, 而是算的总资产的总和 ¹⁰	发现信任水平高的居民有更好的资产负债管理, 会在家庭金融活动中经营的更好。信任在女性和低教育程度、低收入水平的居民中会有更大的影响。文章认为 trust 水平异质性来自两方面, 一是 trust beliefs (formed in response to the trustworthiness of people one deals with) 二是 trust values (instilled by parents, especially mothers, and more generally acquired through cultural transmissions) 文章发现 trust 的两方面在家庭金融决策中都扮演重要角色。	1979 National Longitudi nal Survey of Youth (NLSY79)	2008 2010	美国	12686 young men and women	Working Paper
本文	居民对于在金融合同中能拿到公平回报的信心 ¹¹	对社会大多数人的信任程度 ¹²	a.家庭是否参与金融市场 (是否持有股票、债券、基金、衍生品等金融产品) b.家庭风险性金融资产比例 (股票、基金占总金融资产的比例)	股票、基金 (以国债做对照组)	信任程度对家庭是否参与金融市场和风险性金融资产配置比例有显著的正向影响, 但不会对安全性资产 (国债) 的投资产生显著影响。同时, 细分样本分析发现, 在非东部地区、女性为财务熟悉者、以及未受过高等教育的家庭中, 信任对于家庭是否参与金融市场以及风险性金融资产配置比例有显著的正向影响。本文认为“信任”包括内部信任和外部信任。“信任”对家庭资产配置有着双重的影响机制, 交易对手、社区环境、金融系统的客观特征等外部因素会影响居民对他人的信任。另一方面, 居民信任行为的主观特征, 内在“信任值”的大小, 也会影响居民对他人的信任以及居民本身的可信度。	北京大学 中国社会 科学调查 中心	2011 至 2012	全国 25 个 省	9697 个家庭	

⁹ Following Guiso, Sapienza, Zingales (2008).

¹⁰ asset is the sum of the values of CDs, bonds, business asset, vehicles, saving/checking/money market accounts, mutual funds, employer-sponsored retirement accounts, saving bond, stock, IRA/Keogh/other tax advantaged accounts, residential properties, collections, cash-value insurance, items, and personal loans made to others.

¹¹ 本文对信任的定义与 Guiso, Sapienza, Zingales(2008), Jiang and Lim(2013), 以及 Changwony, Campbell, Tabner(2014)的定义一致。

¹² 与李涛 (2006) 一致, 也与 Guiso, Sapienza, Zingales(2008)和 Jiang and Lim(2013)对信任的度量相近。

近年来，少数国内学者开始关注到信任对于中国家庭参与金融市场的影响。李涛（2006）使用 2004 年广东省 7 个城市的调查数据进行研究，以居民对社会上大多数人的信任程度来度量“信任”，发现居民更高的信任程度会促进居民参与股市，也会提高其股市参与程度。董俊华、席秉璐、吴卫星（2013）使用奥尔多研究中心在全国 16 个省的调查数据，将信任细化为对社会上绝大部分人、上市公司、政府、媒体、金融结构以及其他中介组织这 6 个群体的信任程度，探究哪个维度的信任对金融市场产生影响，但是发现 6 个维度变量中只有对上市公司信任程度这一变量会对家庭股票市场参与及股票市场资产配置比例有显著的正向影响。而对社会上绝大多数人的信任程度，在总体上并不会影响家庭是否参与股票市场，也不会影响家庭投资于股票市场的资产比例。实证结果显示，6 个维度信任程度做加权平均之后的平均信任水平，也不会影响家庭是否参与股票市场和参与程度。王聪、田存志（2012）使用奥尔多研究中心 2007 年和 2012 年的数据，也是采用了 6 个维度的信任程度变量进行研究，实证结果支持了股市参与的“信任论”，即信任度对推动家庭参与股市投资有正向的显著影响。

以往文献研究结论不一致可能是所用样本区间，样本范围不同导致的，也可能是由于对“信任”这个变量并没有给出明确的定义，“信任”影响家庭资产配置行为的机制也没有阐述清楚，度量“信任”的变量有所差异导致的。本文将对“信任”给出明确的定义，也将对“信任”影响家庭金融决策的机制给出详细解释，并使用更具代表性的样本来研究信任对家庭金融资产配置的影响。

王聪、田存志（2012）在文章不足中提到了所用样本来自经济发达的大中城市，可能会高估全国范围内各解释变量对股市参与的作用。因此，本文使用了更具一般性的样本，首次使用全国 25 省调查数据，对我国家庭金融资产配置决定因素进行研究，以求减少区域偏差，并在细分样本下探讨了在不同地域、不同性别、不同教育情况下信任程度对家庭参与金融市场的不同影响。

以往的国内文献只研究了信任对家庭参与股票市场的影响，但是从李涛（2006）的样本来看，拥有股票投资的居民中，大部分人的主要金融资产并非股票，因此除了股票市场之外，探究信任如何影响家庭参与其他金融市场是十分有必要的。本文通过整体样本和细分市场分别探讨了信任对于家庭是否参与金融市场和高风险性金融资产（股票、基金）配置比例的影响，并以家庭对安全性资产（国债）的投资作对照组，以求得到更加准确的结果。

三、数据采集与变量构建

由于每个家庭的结构、组成、人口特征、经济状况各不相同，并且受到我国目前家庭金融研究条件的限制，为了保证学术研究严谨性，本文试图在传统经济学的相关假定下，做出进一步的假定与假设。

首先，对于“家庭”的定义，调查问卷中家庭资产的受访者是对家庭财务最了解的成员，因此下文实证中对于家庭的教育水平、性别、婚姻状况、健康状况、户口类别、年龄以及家庭的信任程度、宗教信仰等变量，均采用对家庭财务最了解成员的数据。其次，我们假定家庭作为有限理性的经济人，在信息、自身认识以及风险态度一定的情况下，会做出效用最大化的决策。此外，家庭可以在众多金融产品之间进行选择。

参考国内外学者的研究现状，不难发现家庭金融资产配置可能受到社会文化因素影响，本文结合国内外文献，假设社会文化变量对家庭资产配置有一定影响。根据李涛（2006）、Guiso et al.（2000）的研究我们发现信任是社会文化变量的组成之一，它会在很大程度上影响到家庭对其金融资产的配置，本文将以“信任”作为核心变量来进行探究。

（一）数据采集

本文的数据来自北京大学中国社会科学调查中心于 2011 年至 2012 年进行的“中国家庭追踪调查问卷”，本文的变量构造源自调查问卷的相关问题。该项目的成人问卷覆盖了全国 25 个省份，共 13316 个家庭、35729 名年满 16 岁以上的居民。在合并、整理数据后，剩下 9697 个家庭，从这些家庭获取了人口信息、背景风险、相关态度等多个方面的数据。

（二）变量的构建

1. 控制变量的构建

根据问卷中的相关统计，本文构造了以下变量：

家庭参与金融市场¹³所用两组指标：**Partifinmkt**、**Riskfinratio**。前者表示家庭是否参与金融市场，如果家庭持有股票、债券、基金或者金融衍生品我们就记为家庭参与了金融市场，用 1 来表示，反之为 0。这反映了家庭参与金融市场的可能性（Hong et al., 2004）。**Riskfinratio** 则反映了家庭风险性金融资产¹⁴占总金融资产的比重，其取值在 0 至 1 之间，研究的对象是家庭风险性金融资产配置比例问题，这反映了家庭参与金融市场的程度。

在人口特征变量中，**gender**、**residential**、**num**、**marriage**、**employment**、**self_employ**、**wage**、**primaryschool**、**highschool**、**college**、**age**、**age_sqr** 等变量分别代表了相应家庭的性别、户口类别、成员数量、婚姻状况、职业特征、受教育程度以及年龄和年龄的平方项情况。其中，性别、教育程度、婚姻状况、主要特征和年龄均以家庭的财务熟悉者的相应情况来表示家庭的相应变量。**gender** 为 1 表示男性，0 表示女性；**residential** 为 1 表示农业户口，0 表示非农户口。**marriage** 为 1 表示在婚，0 表示其他；**employment** 等于 1 表示就业，0 表示失业。**agriculture**、**self_employ**、**wage** 表示职业类型，分别为从事农业、私营以及非农业工作，1 代表“是”，0 代表“否”，在模型中，为了防止虚拟变量陷阱，只选择 **self_employ** 和 **wage** 进入模型。**illiterate**、**primaryschool**、**highschool** 和 **college** 代表受教育程度为文盲和半文盲、小学、中学（包括初中、高中、中专）、大学（包括大专、大学本科、博士、硕士），以家庭财务决策者的最终、最高学历为准。同样，为防止虚拟变量陷阱，我们将文盲剔除模型，1 代表“是”，0 代表“否”。在年龄方面，为了验证生命周期假说，本文引入两个年龄变量 **age** 和 **age_sqr**，分别表示年龄和年龄的平方，引入前者的目的是为了验证家庭参与金融市场是否和年龄之间有线形关系，引入后者的目的是为了探讨家庭参与金融市场是否和年龄之间呈倒 U 形关系。

在背景风险变量中，**logfincome**、**priinvest**、**reinvest**、**relying** 分别表示家庭在 2011 年至 2012 年的全部收入的对数形式、自营资产、投资型房产以及自住型房产占家庭总资产的比例。**health_well**、**health_mid**、**health_poor** 分别表示在调查时居民自我感觉的身体状况的好、中、差程度。因为自我认知健康状况差的居民可能会面临更大的劳动收入风险，因此在做资产配置决策时，也会不同于健康状况好的居民。

在行为金融变量中，本文根据李涛（2006）的研究方法，采用家庭是否愿意借贷这一虚拟变量来测量家庭的风险态度，愿意借贷表示为 1，反之为 0。

表 2 变量定义

变量	变量名	变量描述
Partifinmkt	是否参与金融市场	家庭是否持有股票、债券、基金、衍生品等金融产品
Riskfinratio	风险性金融资产比例	家庭股票、基金占总金融资产的比例
Gender	性别	最熟悉家庭财务的成员的性别
Residential	户口	是农业户口还是非农户口
Num	家庭成员数量	家庭成员人口数量
Marriage	婚姻状况	家庭成员是否已婚
Savings	现金及存款	家庭所持现金及存款金额
health_well	健康状况（好）	最熟悉家庭财务的成员自认为其健康状况很好
health_mid	健康状况（中）	最熟悉家庭财务的成员自认为其健康状况一般
health_poor	健康状况（差）	最熟悉家庭财务的成员自认为其健康状况不好

¹³ 本文中金融市场指股票、债券、基金、衍生品以及其他（不包括存款）等金融产品市场总称。

¹⁴ 文中的风险性金融资产是指（包括）：股票、基金

Employment	就业状态	最熟悉家庭财务的成员是否失业
Agriculture	农业工作	最熟悉家庭财务的成员的的职业类型为农业
self_employ	自营工作	最熟悉家庭财务的成员的的职业类型为自营
Wage	受雇	最熟悉家庭财务的成员职业类型为受雇关系
Illiterate	文盲或半文盲	最熟悉家庭财务的成员教育程度是文盲或半文盲
Primaryschool	小学	最熟悉家庭财务的成员教育程度为小学
Highschool	中学	最熟悉家庭财务的成员教育程度为初中、高中或者中专
College	大学	最熟悉家庭财务的成员教育程度为大专以上
Expense	家庭支出	家庭一年的支出金额
Fincome	家庭收入	家庭一年的收入
Insurance	家庭保险额度	家庭购买保险金额
Priinvest	家庭自营资产占比	家庭自营资产占家庭总资产的比例
Reinvest	投资型房产占比	家庭除第一套房产外的房产价值占家庭总资产的比例
Reliving	自住型房产占比	家庭第一套房产价值占家庭总资产的比例
Age	年龄	最熟悉家庭财务的成员的年龄
age_sqr	年龄平方	最熟悉家庭财务的成员的年龄的平方
Lend	风险态度	家庭是否有借贷行为
Trust	信任程度	被调查家庭对于陌生人的信任水平

2. 核心变量构建

随着我国近年来金融市场的蓬勃发展，投资者信任程度也逐渐成为研究的热点。在社会文化变量中，本文着重探讨了信任对于家庭金融资产配置的影响。关于信任这一问题早在 1970 年就已经在西方社会学界被激烈地讨论过，许多社会学家从各种角度对信任问题进行了理论探讨和实证研究。而在金融领域关于信任影响家庭资产配置的研究直到 2000 年左右才逐渐引起学者们的关注，且这些文献对信任的定义也不尽相同。本文对于信任的定义主要基于 Guiso, Sapienza, Zingales(2008), Jiang and Lim(2013), 以及 Changwony, Campbell, Tabner(2014)对“信任”的定义，也参考了李涛（2006）、和胡静、李静雅（2006）对于相应变量的定义¹⁵，认为“信任”就是居民对于在金融合同中能拿到公平回报的信心。同时，我们认为“信任”包括内部信任和外部信任，外部信任是指交易对手、社区环境（Jiang and Lim, 2013）、金融系统的客观特征（Guiso、Sapienza、Zingales,2008）这些外部因素对居民信任程度的影响；而内部信任是指居民信任行为的主观特征，即内在“信任值”的大小（Guiso、Sapienza、Zingales,2008；Jiang and Lim, 2013），本文认为这两方面都会对家庭资产配置产生影响。在 2012 年中国家庭追踪调查问卷中，将信任程度分为 0-10 个等级，0 为最不信任，10 为最信任。问卷涉及对社会大多数人的信任程度这个直观反映居民信任状况的问题。

对于信任的度量方法，国内文献主要有三种。第一种采用单一信任维度，李涛（2006）将“对社会上大多数人的信任程度”作为信任变量。第二种是董俊华、席秉璐、吴卫星（2013）采用多个信任维度，例如对社会大多数人的信任、对公司的信任等，并采用简单加权平均的方法得出综合的信任程度作为信任变量。第三种是胡荣、李静雅（2006）将不同维度的信任程度用主成分分析的方法得出信任因子作为信任变量。

本文选用的核心变量是对社会大多数人的信任程度，与李涛（2006）一致，也与 Guiso, Sapienza, Zingales(2008)和 Jiang and Lim(2013)对信任的度量相近。本文利用调查获得的数据，也对信任的其他两种度量进行了实证检验，结果一致。受文章安排所限，因此未呈现。

¹⁵ 胡静、李静雅（2006）将信任分为三类：特殊信任、普遍信任和一般信任来代表对于亲人和陌生人的信任程度，并用这些变量来刻画中国城市居民的人际信任程度。

（三）数据的描述性统计

近些年，学者主要研究家庭如何将他们的财富配置到不同类型资产中，以及哪些因素会影响到家庭的最优资产组合配置。本文根据中国家庭金融调查问卷得到的数据，将家庭总资产定义为金融资产、房产以及自营资产的总和。其中，金融资产包括，现金及储蓄存款、股票、基金、债券、衍生品和其他金融产品等；房产包括自住型房产和投资型房产；自营资产是指私营企业或生意的总资产。本文将采用统计、计量分析方法从各种影响因素的角度对我国家庭金融资产配置进行分析，分别从整体和细分样本上把握不同家庭对金融资产配置的不同特点。

表 3 家庭金融资产配置实证模型变量及描述性统计（总体样本）

变量名	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Partifinmkt	12035	0.0674	0	0.2507	0	1
Riskfinratio	12035	0.0279	0	0.1326	0	0.9999
Gender	11893	0.5300	1	0.4991	0	1
Residential	12035	0.6931	1	0.4612	0	1
Num	12035	3.86	4	1.7664	1	17
Marriage	12035	0.8739	1	0.3320	0	1
Savings	12035	131830.70	5000.00	1011418	1	10000000
health_well	12035	0.5592	1	0.4965	0	1
health_mid	12035	0.2171	0	0.4123	0	1
health_poor	12035	0.2237	0	0.4167	0	1
Employment	12035	0.4882	0	0.4984	0	1
Agriculture	12035	0.2622	0	0.4398	0	1
self_employ	12035	0.0589	0	0.2355	0	1
Wage	12035	0.1552	0	0.3621	0	1
Illiterate	12035	0.2010	0	0.4073	0	1
Primaryschool	12035	0.2371	0	0.4253	0	1
Highschool	12035	0.4872	0	0.4999	0	1
College	12035	0.0656	0	0.2477	0	1
Expense	10376	11851.06	7224.30	20859.61	153.2	614640
Fincome	10876	44844.99	29980.50	68672.36	1	3036046
Insurance	12035	318.40	0	2046.48	0	100000
Priinvest	12035	0.0036	0	0.0442	0	0.9999
Reinvest	12035	0.0665	0	0.2019	0	0.9999
Reliving	12035	0.6565	0.8571	0.3821	0	1
Age	12035	50.68	49	13.39	16	93
age_sqr	12035	2748.07	2401.10	1407.08	256	8649
Lend	12035	0.1282	0	0.3343	0	1
trust	9697	2.47	2	2.51	0	10

（四）变量的描述性统计

根据问卷调查结果，中国家庭对于社会大多数人信任水平的均值为 2.5，说明大家普遍不愿相信别人，这一结果也和中国社会科学院社会学研究所发布的《社会心态蓝皮书》相符，书中指出中国人的信任程度在进一步降低，社会总体信任程度的平均得分为 59.7 分，进入到“不信任”水平。具体来看，人与人之间的

信任度下降，超过七成人不敢相信陌生人。从行业和部门来看，人们对商业、企业信任度最低。同时，官民、警民、医患等社会关系的不信任程度也在进一步加深¹⁶。这一结果也与胡荣、李静雅（2006）调查到的信任水平相符。

将信任程度通过年龄分段，考察信任程度是否受年龄影响以及受年龄变化怎样的影响。从图 1 可以看出，平均信任程度随着年龄的增长有呈弱 U 型分布的特点。信任程度最低点在 46—65 岁之间，这说明年轻人和老年人的平均信任程度相对较高，而中年人的信任程度相对偏低。

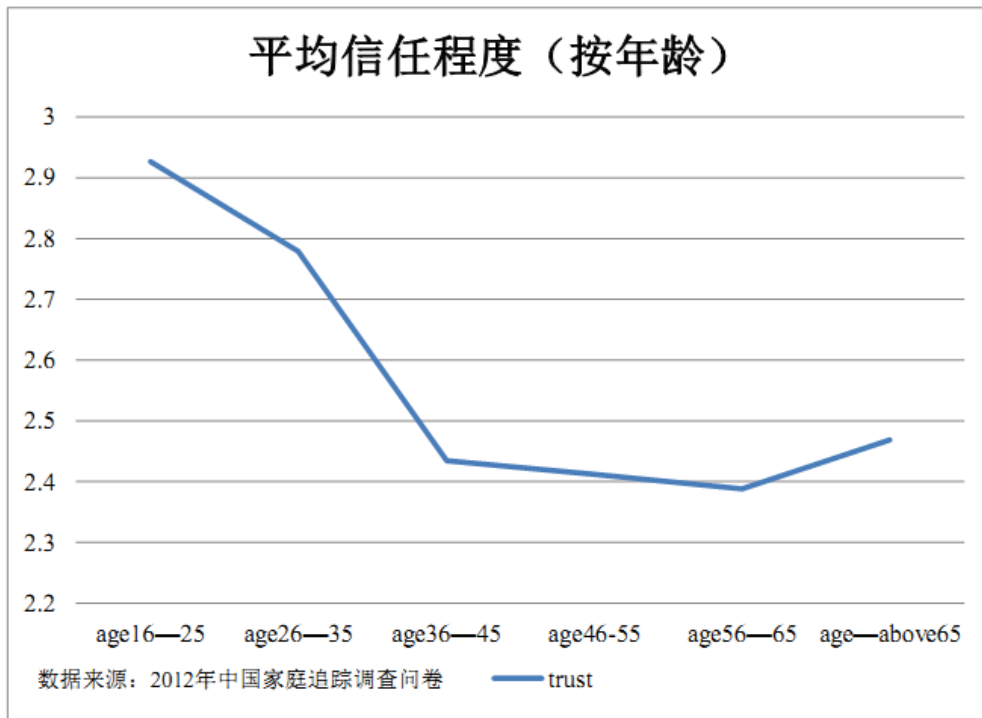


图 1 平均信任程度趋势图（按年龄）

此外，为了区分信任程度与被调查者的风险态度，我们借鉴李涛（2006）的方法，引入了是否愿意借贷这一问题作为衡量风险态度的变量。结果发现，调查的家庭绝大多数是风险厌恶型，仅有 13%的家庭愿意借贷消费。其他变量方面，样本中家庭财务熟悉者平均年龄为 50.7 岁；而财务熟悉者性别分布比较均匀，男女性别比例为 0.53:0.47；家庭成员数量平均为 4 人；城镇家庭比例为 69%，非农户口与农业户口的比例约为 7:3；文盲率约为 20%，高等教育普及率约为 7%；样本中我国家庭金融市场参与率大约为 7%，风险性金融资产占金融资产的比例不到 3%，这说明大多数家庭的金融资产都在银行存款或者现金部分。每家现金及存款平均为 131830 元。家庭年收入中值约为 30000 元。

四、模型与假说

结合前文所述，本文主要的回归模型有两个：

模型一：探究家庭参与金融市场的影响因素

$$Partifinmkt = \beta_0 + \beta_1 trust + \beta_2 demographic + \beta_3 background + \beta_4 behavior + \varepsilon$$

模型的被解释变量为二值变量（参与金融市场为 1 或不参与为 0），故被解释变量与解释变量之间为非线性关系。如果用普通最小二乘回归会导致回归偏误的问题。因此，本文采取二元选择 Probit 模型进行研究。并假设面临如下形式的模型：

¹⁶ 全文请参见 2013 年中国社会科学院社会学研究所发布《社会心态蓝皮书》

$$P(\text{Partifinmkt} = 1|x) = G(x'\beta + \varepsilon), \varepsilon \sim \text{Normal}(0, 1)$$

$$y = \begin{cases} 1, y^* > 0 \\ 0, y^* \leq 0 \end{cases}$$

其中， y^* 是不可观测的潜在变量， y 是观测到的被解释变量， x 是解释变量。 G 是一个取值范围严格介于0和1之间的函数，对于所有实数 z ，都有 $0 < G(z) < 1$ 。

模型二：探究家庭投资金融市场比例的影响因素

$$\text{Riskfinratio} = \beta_0 + \beta_1 \text{trust} + \beta_2 \text{demographic} + \beta_3 \text{background} + \beta_4 \text{behavior} + \varepsilon$$

在这个模型中，家庭持有风险性金融资产占家庭金融总资产的比重为被解释变量，取值范围在0至1之间，探讨家庭资产组合配置的问题。因此，针对上述目的，采用Tobit模型估计，并假设面临如下形式：

$$y^* = x'\beta + \varepsilon, \varepsilon | x \sim \text{Normal}(0, \sigma^2)$$

$$y = \begin{cases} y^*, y^* > 0 \\ 0, y^* \leq 0 \end{cases}$$

其中， y^* 是不可观测的潜在变量， y 是观测到的被解释变量， x 是解释变量。

在上述两个模型中，*demographic*代表人口统计变量，它包括：财务熟悉者性别 (*gender*)、家庭成员数量 (*num*)、婚姻状况 (*marriage*)、是否失业 (*employment*)、职业状况 (*self_employ*、*wage*)、年龄 (*age*)、年龄的平方项 (*age_sqr*) 以及教育程度 (*primaryschool*、*highschool*、*college*)；*background*代表背景风险变量，它包括：健康状况 (*health_well*、*health_mid*)、2011-2012年家庭收入的对数 (*logfincome*)、2011-2012年家庭支出的对数 (*logexpense*)、家庭存款价值的对数 (*logsavings*)、家庭保险价值的对数 (*loginsurance*)、家庭自营资产的对数 (*priinvest*)、家庭投资性房产价值的对数 (*reinvest*)、家庭自住型房产价值的对数 (*reliving*)；*behavior*代表行为金融变量，在本文中它指家庭风险偏好程度 (*lend*)¹⁷。

我们首先给出了基于总体样本的回归结果，从而检验影响中国家庭参与金融市场的各种变量的合理解释，特别是信任程度对于家庭参与金融市场的影响。其次，细分样本分析研究了不同条件下信任程度对于参与金融市场的不同影响。

信任可以促进金融交易 (Arrow, 1972; Guiso, Sapienza, Zingales, 2000)。金融合同的本质是一种将当前的投资和未来更多回报作交换的承诺，这种承诺在很大程度上依赖于资金提供者对资金需求者的信任程度 (Guiso, Sapienza, Zingales, 2000)，信任还可以帮助居民克服对于不完全理解复杂金融合同的恐惧和焦虑 (Guiso, Sapienza, Zingales, 2000)。信任程度可以看作居民对于在投资合同中能否得到公平回报的主观评价，信任程度高的居民会对取得公平回报更加自信，这会鼓励居民利用可盈利的投资机会 (Guiso, Sapienza, Zingales, 2008)，因此这些居民更可能投资于金融市场。

投资者对风险的看法不仅仅依赖于资产本身，还依赖于投资者的主观特征，原因是投资者的投资收益会被其他团体的行为所影响 (Guiso, Sapienza and Zingales, 2000; 2008)，所以对他人的信任会对主观预期收益产生影响。当居民高度缺乏信任时，会导致其对风险资产的预期回报低于无风险资产的回报，这使得投资者不会投资于风险资产 (Guiso, Sapienza and Zingales, 2008)。此外，信任程度比较低的代理人往往会更可能遇到负面事件，比如被银行欺骗，被 *broker* 欺骗，或者被投资中涉及的其他团体欺骗，这也会降低投资

¹⁷ 通过检验，我们发现相关变量之间不存在过高的相关性，因此理论上不存在严重的多重共线性问题，可以直接将变量带入模型中进行回归。

的预期收益 (El-Attar and Poschke, 2011)。综合以上因素,对于打算投资于风险资产的居民来讲,他们一定要有很高的信任程度,信任整个金融系统,包括投资过程、角色等,才会选择股票或其他相似的风险性金融产品作为配置资产的形式 (Changwony、Campbell、Tabner, 2014)。如果居民的信任程度很低,那么他只会选择将资产以现金的形式储存起来;信任程度稍高一点的会选择银行存款的形式 (Guiso, Sapienza, Zingales, 2000)。

基于以上分析,我们预期信任程度对家庭是否参与风险性金融资产(股票、基金)投资有正向显著影响,如果参与了投资还会对风险性金融资产的投资比重有正向显著影响。

H1: 信任程度对家庭是否参与风险性金融资产(股票、基金)投资有正向显著影响,如果参与了投资还会对风险性金融资产的投资比重有正向显著影响。

此外,投资安全性资产(比如国债)通常面临较小的风险,家庭投资安全性资产往往为了获得稳定收益,其合同的复杂程度通常也远不如风险性资产,因此居民不需要那么多的信任程度也可以参与,由此我们预期信任程度不会显著影响家庭对安全性资产(国债)的投资。

H2: 信任程度不会显著影响家庭对安全性资产(国债)的投资。

在细分样本的情况下,非东部地区较东部地区金融便利程度低,金融知识水平低、收入低,因此非东部地区可能更需要较高的信任程度来克服对于复杂金融合同的恐惧 (Guiso、Sapienza、Zingales, 2000)、克服对于被骗的担忧,从而促进金融市场参与 (Jiang and Lim, 2013),我们预期信任程度对非东部家庭是否参与金融市场有更加显著的影响。在性别方面,普遍认为男性比女性过度自信 (Barber and Odean, 2001; 杨青, 2007)、风险偏好程度高 (Dwyer、Gilkeson、List, 2002; Lauriola and Levin, 2001),女性可能在投资方面更容易听取别人意见,因此我们预期信任程度对金融市场参与的影响在女性中更明显。在受教育程度方面, Guiso, Sapienza, Zingales (2000; 2008)、Laakso (2010) 等学者普遍认为未受过高等教育的家庭缺乏对金融市场的了解,金融知识也较少,很难理解复杂的金融合同,未受过高等教育的家庭想要参与金融市场就需要委托股票经纪人这样的代理人,信任可以帮助他们克服被欺骗的担忧,这样可以促进他们对金融工具的投资,因此我们预期信任程度对低教育程度家庭是否参与金融市场有更加显著的影响。

H3a: 信任程度对非东部家庭是否参与金融市场有更加显著的影响。

H3b: 信任程度对参与金融市场的影响在女性中更明显。

H3c: 信任程度对低教育程度家庭是否参与金融市场有更加显著的影响。

五、实证结果分析

(一) 家庭是否参与金融市场及风险性资产投资比重的影响因素(细分市场)

1. 细分市场下 Panel A 回归结果

首先对模型一进行实证检验,估计人口特征变量、背景风险变量、行为金融变量等这些因素对我国家庭金融资产投资的影响程度,并且重点考察信任变量对资产配置的影响。表4的 Panel A 中列出了使用2012年中国家庭追踪调查问卷横截面数据对未加信任变量的 Probit 模型做回归(1),以及加入信任变量的 Probit 模型做回归(2)的结果。总体来看,多数控制变量与核心变量都很显著,并且符号方向符合预期。

表 4 家庭是否参与金融市场及风险性资产投资比重分析（细分市场）

Variables	Panel A: Probit Model (Dependent variable: Partifinmkt)					Panel B: Tobit Model (Dependent variable: Riskfinratio)			
	总体样本 (不含信任)	总体样本 (含信任)	股票市场	基金市场	国债市场	总体样本 (不含信任)	总体样本 (含信任)	股票市场	基金市场
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
residential	-0.564*** (0.0663)	-0.565*** (0.0663)	-0.708*** (0.0853)	-0.486*** (0.0928)	-0.213 (0.157)	-0.445*** (0.0493)	-0.446*** (0.0493)	-0.499*** (0.0589)	-0.312*** (0.0618)
marriage	0.280*** (0.0982)	0.284*** (0.0983)	0.214* (0.118)	0.142 (0.118)	0.0935 (0.207)	0.186*** (0.0707)	0.191*** (0.0705)	0.141* (0.0786)	0.0923 (0.0747)
highschool	0.679*** (0.149)	0.686*** (0.148)	0.594*** (0.187)	0.808*** (0.256)	0.728** (0.314)	0.465*** (0.115)	0.468*** (0.114)	0.395*** (0.131)	0.515*** (0.172)
college	1.117*** (0.162)	1.105*** (0.162)	0.870*** (0.201)	1.206*** (0.271)	0.811** (0.357)	0.729*** (0.122)	0.718*** (0.123)	0.566*** (0.140)	0.731*** (0.181)
Age	0.0410*** (0.0142)	0.0411*** (0.0143)	0.0474*** (0.0171)	0.0546*** (0.02)	0.0185 (0.0278)	0.0267*** (0.0101)	0.0266*** (0.0101)	0.0270** (0.0111)	0.0307** (0.0125)
age_sqr	-0.000319** (0.000136)	-0.000320** (0.000136)	-0.000409** (0.000166)	-0.000478** (0.000193)	0.0000289 (0.000252)	-0.000223** (9.76e-05)	-0.000221** (9.73e-05)	-0.000224** (0.000109)	-0.000267** (0.000121)
health_well	0.143* (0.0798)	0.136* (0.0797)	0.134 (0.0952)	0.111 (0.11)	0.1 (0.168)	0.0958* (0.0582)	0.0903 (0.0581)	0.104 (0.0635)	0.0682 (0.0696)
health_mid	0.202** (0.0879)	0.195** (0.0879)	0.273*** (0.104)	0.0827 (0.118)	0.194 (0.187)	0.122* (0.0638)	0.116* (0.0638)	0.186*** (0.0698)	0.0419 (0.0751)
employment	-0.151 (0.0985)	-0.15 (0.0984)	-0.259* (0.154)	-0.348** (0.169)	0.345* (0.179)	-0.202** (0.0811)	-0.201** (0.0809)	-0.188* (0.107)	-0.227** (0.111)
logsavings	0.0833*** (0.0146)	0.0817*** (0.0146)	0.0776*** (0.0178)	0.0953*** (0.0201)	0.186*** (0.0368)	0.0194** (0.00886)	0.0178** (0.00884)	0.0237** (0.0103)	0.0365*** (0.0106)
logexpense	0.289*** (0.0365)	0.285*** (0.0366)	0.283*** (0.0402)	0.185*** (0.0447)	0.0713 (0.0948)	0.216*** (0.0243)	0.212*** (0.0243)	0.193*** (0.0267)	0.125*** (0.0286)
logfincome	0.182*** (0.0334)	0.179*** (0.0332)	0.242*** (0.0395)	0.106** (0.0437)	0.0464 (0.064)	0.134*** (0.0234)	0.131*** (0.0232)	0.153*** (0.0261)	0.0645** (0.0267)
loginsurance	0.0329*** (0.00872)	0.0321*** (0.00874)	0.0283*** (0.00993)	0.0359*** (0.0105)	-0.0262 (0.023)	0.0256*** (0.00594)	0.0251*** (0.00596)	0.0191*** (0.00640)	0.0228*** (0.00659)

reliving	-0.285*** (0.0752)	-0.283*** (0.0753)	-0.202** (0.0892)	-0.103 (0.102)	0.198 (0.242)	-0.254*** (0.0546)	-0.249*** (0.0546)	-0.172*** (0.0600)	-0.102 (0.0675)
reinvest	0.0831 (0.113)	0.0898 (0.113)	0.0811 (0.131)	0.123 (0.148)	0.575** (0.28)	6.68e-05 (0.0773)	0.00539 (0.0774)	0.0198 (0.0841)	0.0846 (0.0923)
Trust		0.029*** (0.01)	0.0264** (0.0114)	0.0280** (0.0128)	0.00377 (0.022)		0.0171** (0.00678)	0.0140* (0.00735)	0.0173** (0.00808)
Constant	-8.696*** (0.623)	-8.620*** (0.621)	-9.454*** (0.671)	-7.813*** (0.8)	-7.743*** (1.263)	-5.788*** (0.411)	-5.751*** (0.409)	-5.891*** (0.425)	-4.690*** (0.510)
其他控制变量 ¹⁸	是	是	是	是	是	是	是	是	是
Observations	8651	8651	8651	8651	8651	8,651	8,651	8,651	8,651
Pseudo R ²	0.322	0.3238	0.3408	0.2932	0.1969	0.3005	0.3017	0.3192	0.2793

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

¹⁸ 其他控制变量包括家庭成员数量、性别、职业类型、私营企业资产、风险态度等。

由表 4 中 Probit 回归结果来看, 不论模型中是否引入信任变量, 户口、婚姻状况、受教育程度、年龄、年龄的平方、健康状况、家庭现金及存款、家庭年收入、家庭支出、购买保险情况、风险态度等变量对家庭是否参与金融市场都有着显著的影响。其中, 户口变量的系数显著为负, 说明农业户口家庭参与金融市场的概率要低于非农户口, 这一结果是非常合理的, 因为就我国目前国情来看, 城乡经济二元体制导致农村和城市发展处于不同模式。农村的住房、社会保障体系普遍不及城市, 金融服务在农村与城市间的开展程度也不尽相同, 金融的便利和普及程度的差别, 会造成农村家庭较城市家庭参与金融市场的概率更低。

从婚姻状况角度看, 已婚家庭的金融市场参与概率明显高于未婚、离异和丧偶的人群, 这可能是由于已婚家庭更稳定, 所面临的风险较未婚、离异和丧偶的家庭低, 因此更愿意参与金融市场。在受教育程度方面, 高学历家庭相比低学历家庭更可能参与金融市场。这一现象的产生有可能是由于高学历家庭对金融市场的运作更加了解, 对于新的金融产品更容易理解和掌握。家庭财务熟悉者年龄与年龄的平方的系数分别显著为正和显著为负。这表明不同年龄的家庭处于不同的生命周期阶段, 年龄作为一种人力资本影响着家庭的收入、消费和投资情况, 进而对家庭金融资产配置产生影响。年龄对于家庭金融市场参与的影响呈现倒 U 型, 家庭会首先随着年龄增长增加对金融市场的参与率, 当参与率达到一定程度后, 又会随年龄的增长而下降。这一结论与 Guiso、Sapienza、Zingales (2000) 以及吴卫星、易尽然、郑建明 (2010) 的结论相一致。

在健康程度方面, 实证结果表明健康程度越好的家庭越可能参与金融市场。这可能是由于健康状况良好的家庭会认为其未来取得劳动收入的可能性很大, 健康状况不好的家庭可能会在医疗上有一定的支出, 因此健康状况良好的家庭在投资上会显得更加激进。居住型房产占家庭资产比重的系数显著为负说明, 家庭自用型房产占资产总值的比重越高, 家庭参与金融市场概率就越低, 这表明房产对家庭参与金融市场具有“挤出效应”。实证结果同时表明我国家庭资产配置的收入效应明显, 家庭收入越高, 其参与金融市场的概率越高。

在核心变量方面, Guiso、Sapienza、Zingales (2000, 2008) 对信任的探究中, 为防止家庭风险态度和背景风险对信任变量的影响, 引入了相应的控制变量, 最后得出信任对家庭参与金融市场的可能性有正向显著影响。本文在控制了人口特征变量、背景风险变量以及风险态度之后, 得出了与 Guiso、Sapienza、Zingales (2000; 2008) 相一致的结论, 即信任对于家庭参与金融市场的可能性是正向显著的。

本文还细分了金融市场, 使用总体样本分别对家庭参与股票市场、基金市场以及债券市场的影响因素进行 Probit 回归。从表 4 Panel A 中回归 (3)、(4)、(5) 的结果来看, 户口、婚姻状况、受教育程度、年龄、健康状况、家庭现金及存款、家庭年收入、家庭支出、购买保险情况、风险态度等变量的结果与前文回归相一致。

在股票市场和基金市场中, 信任变量在 5% 的水平上显著; 而在债券市场中, 信任变量不显著。这一结果说明, 家庭较高的信任程度提高了其对股票、基金投资的可能性, 信任推动了股票市场与基金市场参与, 而不会促进家庭参与债券市场。这一结果也是符合预期的。因为根据调查问卷说明, 家庭参与债券市场主要为国债市场, 我国国债市场的安全性很高, 根据 Guiso, Sapienza, Zingales (2000), 信任程度越高的家庭越会参与股票或风险性更高的市场。国债市场属安全性资产市场, 家庭参与其中多出于获取稳定收益的目的, 不需要那么多的信任也可参与, 因此投资于国债市场, 信任不是主要影响变量。由此印证了我们的假设, 即信任程度会促进家庭风险性资产配置, 而不会影响家庭对安全性资产的投资。

2. 细分市场下 Panel B 回归结果

模型二是探究家庭资产组合中风险性资产投资比重的 Tobit 分析。在表 4 Panel B 中, (6) 为不加信任变量时各个控制变量对家庭持有风险性金融资产比重的 Tobit 回归; (7) 为加入信任变量后对家庭持有风险性金融资产比重的 Tobit 回归; (8) 为加入信任变量后对家庭持有股票资产比重的 Tobit 回归; (9) 为加入信任变量后对家庭持有基金比重的 Tobit 回归。

从表中可以看出, 无论是否引入信任变量, 年龄、婚姻状况、受教育程度、家庭收入和家庭资产都对

家庭股票市场参与程度有着显著的影响。自住型房产会降低家庭参与金融市场的比例。收入和财富效应明显，财富的增加可以显著提高家庭风险性资产的配置比例，收入也会对家庭风险性金融资产投资产生显著正向影响，这可能是由于低收入家庭承担风险的能力比较弱，因此更愿意持有安全性资产。此外，生命周期效应在家庭风险性资产配置比例上得到体现，年龄的平方项，即用来表征生命周期效应的变量在回归结果中十分显著。财务熟悉者为已婚家庭投资风险性金融资产的比重更高，这一结果也符合观察到的事实。

在核心变量方面，信任程度在总体金融市场、细分股票、基金市场都正向显著。这说明信任程度越高越有助于家庭增加在这些市场的投资比重。这一结果符合预期。股票、基金都需要对相关上市公司、基金经理的信息有一定了解，因此增加此类市场的投资比重需要较高的信任程度。而相比之下，国债市场更加安全，信任对于家庭在国债市场的投资比重并没有那么大的影响。

（二）家庭是否参与金融市场及风险性资产投资比重的影响因素（细分样本）

1. 细分样本下 Panel A 回归结果

本小节将样本分别按地域、性别、教育程度分为（1）东部地区与非东部地区，（2）财务熟悉者为男性、财务熟悉者为女性，（3）财务熟悉者受过高等教育、财务熟悉者未受过高等教育。

在细分样本中，绝大多数控制变量依旧对家庭是否参与金融市场有着显著的影响，与前文结果一致。其中，特别要说明的是，在各个样本下，户口变量都在 1% 下显著为负，说明我国户籍制度对于家庭是否参与金融市场有很大影响，农业户口参与金融市场的可能性要低于非农户口。但另一方面，造成户口对参与金融市场产生影响的深层原因，可能是地区发展不均衡、金融便利程度不均衡所导致，这一点又具有继续深入研究的意义。

在研究不同地区家庭的信任程度对家庭参与金融市场的影响时，我们发现，在不同区域，信任程度对于家庭参与金融市场的显著性不同。

（1）不同地域的信任程度对于家庭是否参与金融市场的影响

金融市场参与程度可能会和地区的经济发展程度有关，为了区分信任程度在经济发展不同地区对家庭参与金融市场的影响，本文依据我国对于东西部经济带的划分，按省份分为东部地区¹⁹和非东部地区。根据西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心在第四届中国西部金融论坛上利用中国家庭金融调查 2013 年新一轮的调查数据发布的西部家庭资产情况的报告显示，金融知识水平越高，股票市场参与率越高。调查报告指出金融知识水平较高的家庭参与股票市场的比例为 17.8%，远高于金融知识匮乏家庭的股市参与率。东部地区家庭金融知识指数为 45.4，其家庭参与股票市场的比重为 11.7%，而西部地区家庭金融知识指数为 38.6，家庭股市参与率仅为 4.8%。在家庭资产构成方面，西部家庭金融资产、房产占总资产的比重小。根据西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心在 2013 年度调查报告显示，在西部地区，金融资产占总资产的比重为 3.9%，低于中、东部地区，房产占总资产的比重也较低，占比为 41.6%，同样低于中、东部地区。在金融资产中，西部家庭风险资产少，存款比例高。这一结论也与本文数据相符合。

表 5 家庭金融实证模型变量描述性统计（按地域）

变量名	东部地区		非东部地区	
	观测值	均值	观测值	均值
Partifinmkt	4347	0.11	5350	0.05
Residential	4347	0.60	5350	0.74
Marriage	4347	0.88	5350	0.90
Savings	4347	151048.50	5350	55727.62

¹⁹ 东部地区指：北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 11 个省（市），非东部地区是指此次调查报告涉及的剩余 14 个省份。

Illiterate	4347	0.13	5350	0.22
Primaryschool	4347	0.22	5350	0.24
Highschool	4347	0.55	5350	0.48
College	4347	0.09	5350	0.06
Expense	3849	14587.78	5350	10270.39
Fincome	4347	52276.50	5350	38806.72
Insurance	4347	483.40	5350	225.32
Reinvest	4347	0.08	5350	0.06
Reliving	4347	0.63	5350	0.71
Age	4347	51.16	5350	49.34
Lend	4347	0.12	5350	0.14
Trust	4347	2.52	5350	2.43

从表 5 中，我们可以看出，东部地区家庭平均金融市场参与率要明显高于非东部地区，这与我国目前经济发展格局有关，东部经济发达，金融业也随之经济的发展而发展。两大股票交易所和四大期货交易所，除了郑州商品交易所，其余五家均在东部地区。东部地区家庭参与金融的便利程度也好于非东部家庭。家庭收入、受高等教育程度、家庭现金及存款东部地区也普遍高于非东部地区，但是两地区的信任程度均值很接近，说明地区经济不同对于信任是没有显著影响的。

通过表 6 中 Probit 模型部分 (1) (2) 对比可以看出，婚姻状况、年龄平方、自住型房产等变量在非东部地区均显著，而在西部地区不显著，这说明相对于东部地区来说，非东部地区家庭存在着生命周期效应和资产的“挤出效应”。

在核心变量方面，信任程度对非东部地区家庭是否参与金融市场有显著的正向影响。对东部地区家庭影响也为正，但是不显著。通过表 5 我们可以看出，东部和非东部地区家庭在信任程度上差别不大，但是信任程度却在非东部地区家庭有显著影响，这是符合预期的。因为根据我国国情，经济落后地区家庭很多情况下都是通过亲戚朋友、银行从业人员的介绍才参与股市或者基金市场的；而在较为发达的东部地区，家庭是否参与金融市场更加受到收入效应、财富效应等影响。此外，东部地区家庭平均受教育程度水平也较非东部地区家庭高，也使得家庭会利用自己所了解的信息决定是否参与金融市场，而不是靠他人的介绍。正因如此，信任程度在非东部地区对于家庭参与金融市场才有明显的正向效应。

(2) 不同性别的信任程度对于家庭是否参与金融市场的影响

为了区分信任在不同性别间对于家庭参与金融市场可能性的影响，本文又将样本按家庭财务熟悉者性别分类，分别作了回归。从表 6 中 Panel A 部分 (3)、(4) 的实证结果可以看出，受教育程度、家庭财富、家庭收入对家庭是否参与金融市场的影响与总体样本回归模型结果一致，依然显著。核心变量信任程度在财务熟悉者为女性的家庭中于 1% 的水平上正向显著，而在财务熟悉者为男性的家庭中不显著，与 Jiang and Lim (2013) 研究结果一致。这可能是因为在投资方面更愿意相信、听取别人的建议，他人的建议会对女性投资产生很大影响。而根据文献，男性投资者较女性更加倾向于过度自信 (Barber and Odean, 2001; 杨青, 2007)、在做投资决策时男性也比女性更倾向于冒险 (Dwyer, Gilkeson, List, 2002; Lauriola and Levin, 2001)。因此即使男性和女性的信任程度相同，信任程度对于财务熟悉者为女性的家庭也会有更显著的影响。还有一种可能的解释就是女性更容易在她们的社交圈中受影响，通常情况下女性圈子联系程度比男性更加频繁，男性社交圈子可能大多局限在工作、锻炼等公共领域，而女性会更多把生活的重点放在家庭私领域 (胡荣、胡康, 2007)，圈子可能涉及日常购物、理财等等。女性可能较男性更容易受到周围交际圈的影响，因此女性家庭财务决策者更容易受到信任程度的影响。

(3) 不同教育程度的信任程度对于家庭是否参与金融市场的影响

在细分样本模型中,将教育程度分为受过高等教育²⁰和未受过高等教育两组。从表6中Panel A部分(5)、(6)可以看出,信任程度在未受过高等教育家庭中,对家庭是否参与金融市场有正向显著影响,而在受过高等教育的家庭中,虽然信任也有正向影响,但是不显著。一方面,未受过高等教育的家庭对金融市场有关上市公司证券的市场信息、会计信息的理解程度要低于高学历投资者,有时,未受过高等教育教育投资者甚至会把股票买卖交给其他人来代理,因此低学历的家庭股市参与需要更多的信任来支持(Guiso、Sapienza、Zingales, 2000; 2008; Jiang and Lim, 2013)。所以信任对未受过高等教育的家庭参与金融市场的影响更明显。

表6 家庭是否参与金融市场及风险性资产投资比重分析(细分样本)

Variables	Panel A: Probit Model (Subsample)					
	东部地区	非东部地区	男性	女性	受过高等教育	未受过高等教育
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Gender	-0.137*	-0.148*			-0.225*	-0.111*
	(0.0728)	(0.0833)			(0.121)	(0.0615)
Residential	-0.614***	-0.522***	-0.681***	-0.441***	-0.463*	-0.581***
	(0.0873)	(0.104)	(0.0925)	(0.0940)	(0.242)	(0.0707)
Num	0.0129	0.0323	0.0143	0.0258	0.0318	0.0171
	(0.0265)	(0.0273)	(0.0249)	(0.0289)	(0.0525)	(0.0208)
Marriage	0.175	0.653***	0.284**	0.290**	0.170	0.312***
	(0.123)	(0.182)	(0.142)	(0.141)	(0.191)	(0.119)
Primaryschool	0.445**	0.0950	0.454	0.129		0.262
	(0.219)	(0.228)	(0.295)	(0.206)		(0.163)
Highschool	0.807***	0.586***	0.752***	0.673***		0.649***
	(0.200)	(0.206)	(0.285)	(0.174)		(0.149)
College	1.155***	1.105***	1.168***	1.104***		
	(0.219)	(0.231)	(0.294)	(0.205)		
Age	0.0324*	0.0636**	0.0404**	0.0414*	0.0640**	0.0308*
	(0.0171)	(0.0275)	(0.0188)	(0.0219)	(0.0284)	(0.0164)
age_sqr	-0.000257	-0.000520*	-0.000327*	-0.000307	-0.000452	-0.000253
	(0.000163)	(0.000266)	(0.000179)	(0.000214)	(0.000288)	(0.000155)
health_well	0.00289	0.332**	0.191	0.0814	0.00468	0.146*
	(0.104)	(0.134)	(0.119)	(0.108)	(0.205)	(0.0887)
health_mid	0.0910	0.349**	0.241*	0.145	-0.0718	0.236**
	(0.113)	(0.148)	(0.131)	(0.118)	(0.229)	(0.0963)
Employment	-0.0954	-0.196	-0.0498	-0.302*	-4.858**	-0.136
	(0.145)	(0.136)	(0.128)	(0.164)	(2.081)	(0.100)
self_employ	0.0177	0.148	-0.0436	0.283	4.839**	0.0630
	(0.200)	(0.198)	(0.177)	(0.233)	(2.101)	(0.145)
Wage	0.155	0.247	0.0842	0.369**	4.968**	0.162
	(0.150)	(0.152)	(0.134)	(0.173)	(2.152)	(0.109)
Logsavings	0.103***	0.0456**	0.0839***	0.0803***	0.0977***	0.0775***
	(0.0210)	(0.0190)	(0.0227)	(0.0185)	(0.0306)	(0.0164)
Logexpense	0.279***	0.264***	0.245***	0.327***	0.217***	0.308***
	(0.0480)	(0.0580)	(0.0502)	(0.0529)	(0.0705)	(0.0428)

²⁰ 接受过高等教育是指取得大专、大学本科、硕士、博士等学位的家庭财务熟悉者。

Logfincome	0.183*** (0.0453)	0.170*** (0.0496)	0.150*** (0.0415)	0.204*** (0.0521)	0.142* (0.0734)	0.201*** (0.0393)
Loginsurance	0.0292** (0.0114)	0.0351** (0.0137)	0.0377*** (0.0127)	0.0240** (0.0121)	0.0407** (0.0169)	0.0289*** (0.0102)
Reliving	-0.117 (0.102)	-0.532*** (0.115)	-0.235** (0.111)	-0.323*** (0.103)	-0.484** (0.194)	-0.250*** (0.0822)
Reinvest	0.0749 (0.153)	0.0497 (0.169)	-0.0554 (0.161)	0.245 (0.161)	0.195 (0.249)	0.0304 (0.131)
Priinvest	0.762 (0.584)	-10.61* (5.999)	-0.402 (0.886)	0.355 (0.887)	-3,902* (2,214)	0.116 (0.538)
Lend	0.0784 (0.0977)	0.218** (0.0975)	0.117 (0.0904)	0.116 (0.105)	0.123 (0.151)	0.113 (0.0771)
Trust	0.0294 (0.0276)	0.0416*** (0.0151)	0.0151 (0.0134)	0.0439*** (0.0139)	0.0326 (0.0470)	0.0319*** (0.0107)
Constant	-8.463*** (0.748)	-9.115*** (1.102)	-8.154*** (0.904)	-9.421*** (0.876)	-6.994*** (1.142)	-8.786*** (0.728)
Observations	3,797	4,854	4,748	3,903	629	8,022
Pseudo R ²	0.3043	0.3117	0.3124	0.3393	0.1553	0.2807

Panel B: Tobit Model (Subsample)

	东部地区	非东部地区	男性	女性	受过高等教育	未受过高等教育
Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Residential	-0.440*** (0.0586)	-0.462*** (0.0891)	-0.543*** (0.0743)	-0.351*** (0.0633)	-0.309*** (0.0153)	-0.507*** (0.0592)
Marriage	0.0896 (0.0795)	0.592*** (0.158)	0.191* (0.103)	0.169* (0.0974)	0.162*** (0.0219)	0.202** (0.0968)
Primaryschool	0.308** (0.156)	0.0210 (0.194)	0.265 (0.224)	0.0805 (0.156)		0.176 (0.141)
Highschool	0.542*** (0.143)	0.401** (0.175)	0.470** (0.214)	0.478*** (0.131)		0.476*** (0.128)
College	0.744*** (0.153)	0.727*** (0.195)	0.750*** (0.218)	0.714*** (0.152)		
Age	0.0149 (0.0108)	0.0587*** (0.0221)	0.0293** (0.0137)	0.0241 (0.0151)	0.0168*** (0.000458)	0.0284** (0.0136)
age_sqr	-0.000126 (0.000105)	-0.000514** (0.000211)	-0.000255* (0.000132)	-0.000190 (0.000147)	-8.70e-05*** (6.47e-06)	-0.000263** (0.000130)
health_well	-0.0375 (0.0685)	0.317*** (0.113)	0.136 (0.0919)	0.0491 (0.0731)	0.0193 (0.0205)	0.112 (0.0734)
health_mid	0.0175 (0.0742)	0.286** (0.123)	0.170* (0.100)	0.0662 (0.0810)	-0.0180 (0.0149)	0.159** (0.0794)
Employment	-0.153 (0.107)	-0.263** (0.128)	-0.122 (0.103)	-0.329** (0.144)	-2.675*** (0.0214)	-0.216** (0.0916)
Logsavings	0.0216* (0.0112)	0.00710 (0.0140)	0.0207 (0.0142)	0.0170 (0.0111)	0.00139 (0.00208)	0.0250** (0.0114)
Logexpense	0.179*** (0.0288)	0.246*** (0.0443)	0.206*** (0.0334)	0.220*** (0.0346)	0.119*** (0.00230)	0.265*** (0.0327)
Logfincome	0.134***	0.126***	0.104***	0.155***	0.0714***	0.167***

	(0.0282)	(0.0390)	(0.0291)	(0.0357)	(0.00208)	(0.0313)
Loginsurance	0.0203***	0.0321***	0.0284***	0.0202**	0.0229***	0.0268***
	(0.00699)	(0.0106)	(0.00884)	(0.00800)	(0.00198)	(0.00802)
Reliving	-0.137**	-0.461***	-0.251***	-0.251***	-0.288***	-0.258***
	(0.0657)	(0.0956)	(0.0829)	(0.0717)	(0.0257)	(0.0674)
Reinvest	-0.00761	-0.00999	-0.118	0.109	0.0818***	-0.0507
	(0.0945)	(0.133)	(0.115)	(0.104)	(0.0237)	(0.103)
Lend	0.0599	0.129*	0.0892	0.0493	0.0484***	0.0820
	(0.0618)	(0.0768)	(0.0660)	(0.0691)	(0.0156)	(0.0617)
Trust	0.0196	0.0388*	0.00274	0.0476**	0.0146***	0.0398**
	(0.0172)	(0.0233)	(0.0220)	(0.0193)	(0.00540)	(0.0189)
Constant	-4.908***	-7.534***	-5.551***	-5.950***	-2.765***	-6.791***
	(0.435)	(0.858)	(0.608)	(0.549)	(0.0233)	(0.555)
其他控制变量	是	是	是	是	是	是
Observations	3,797	4,854	4,748	3,903	629	8,022
Pseudo R ²	0.288	0.3075	0.2915	0.3148	0.1148	0.2673

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

2. 细分样本下 Panel B 回归结果

表 6 中 Panel B 部分列示了细分样本的 Tobit 模型分析结果。从表中可以看出，户口类别在各个子样本下都显著，并且农业户口家庭比非农业户口家庭要更少地配置风险性金融资产占家庭金融资产的比例。这可能是由于农业户口家庭收入具有异质性风险不可以通过交易来消除，收到收入风险影响农业户口家庭会减少在风险性金融资产的配置比例。此外，金融服务的便利性也影响到农业户口在风险性金融资产的配置比例，许多金融产品的推广还是集中于经济、金融比较发达的工业城市。自住型房产的挤出效应在两地域都很明显，这说明房产作为家庭资产的主要构成，会明显地减少家庭在风险性金融资产的配置比例。而生命周期现象在非东部地区和财务熟悉者为男性的家庭较为显著，随着年龄的增长，家庭会先增加风险性金融资产占总金融资产的配置比例，达到一定年龄时，又会逐步减少风险性金融资产的配置比例。

在核心变量方面，信任程度在非东部地区对于家庭风险性金融资产配置比例有正向影响，且显著。这与前文 Probit 模型得出的结论一致，说明在不同区域，信任程度变量的增加不仅会增加家庭参与金融市场的概率，也会增加家庭总金融资产中风险性金融资产的配置比例。在女性为财务熟悉者的家庭中，信任变量的增加会增加家庭金融资产中风险性金融资产的配置比例。而在男性为财务熟悉者的家庭中，信任变量也会正向增加家庭在风险性金融资产中的配置比例，但不显著。信任程度在不同教育程度的子样本内都正向显著。结合前文，我们可以知道，在受过高等教育的家庭中，信任程度对于其是否参与金融市场没有显著影响，但在参与金融市场的家庭中，信任程度会正向显著影响高教育程度家庭的风险性资产配置比例。在未受过高等教育的家庭中，信任程度对于其是否参与金融市场以及投资多少风险性金融资产都会产生显著的正向影响。

六、结论

本文研究了中国家庭是否参与金融市场以及风险性金融资产配置比例的决定因素，核心变量是“信任”，以 2012 年中国家庭追踪调查问卷中涉及到的对社会大多数人的信任程度作为信任变量。在控制了人口特征风险、背景风险、行为金融风险的前提下，深入分析了信任对于家庭是否参与金融市场和家庭风险性金融资产配置比例的影响。

依据调查数据，我们分层研究了信任对家庭金融资产配置的影响。首先，对总体样本用 Probit 模型和

Tobit 模型进行回归,来探讨信任程度对家庭参与金融市场和资产配置的一般性影响。其次,细分金融市场,分别探究信任对于家庭参与股票市场、基金市场以及国债市场的影响。最后,本文细分研究样本,对不同地域、不同性别和不同教育程度的家庭进行分组研究,保证研究成果的稳健性。

在实证结果方面,各个变量回归基本符合预期。在整体样本中,年龄的平方项在家庭是否参与金融市场和家庭风险性金融资产占家庭金融资产配置比例方面都是显著负相关的,这也说明我国家庭存在着生命周期现象。

本文的核心变量信任,即对社会上大多数人的信任程度,会正向显著地影响

家庭是否参与金融市场以及家庭风险性金融资产占家庭金融总资产的比例,与 El-Attar and Poschke (2011), Guiso、Sapienza、Zingales (2000; 2008), 李涛 (2006), 王聪、田存志 (2012) 的研究结果一致,与董俊华、席秉璐、吴卫星 (2013) 的结果不一致。董俊华、席秉璐、吴卫星 (2013) 的结果发现在 6 个维度的信任变量中,只有对上市公司的信任程度会显著影响居民参与股票市场以及参与程度,而对社会上大多数人信任程度这一变量不显著。造成结论不一致的原因可能在于所使用的样本范围、区间、大小不同,也可能是由于董俊华、席秉璐、吴卫星 (2013) 中并未对“信任”给出明确的定义,对于信任影响家庭金融决策的机制也没有给出明确解释,导致样本调研结果产生偏差。“信任”对家庭资产配置有着双重的影响机制,交易对手、社区环境 (Jiang and Lim, 2013)、金融系统的客观特征 (Guiso、Sapienza、Zingales, 2008) 等外部因素会影响居民对他人的信任。另一方面,居民信任行为的主观特征,内在“信任值”的大小,也会影响居民对他人的信任以及居民本身的可信度 (Guiso、Sapienza、Zingales, 2008; Jiang and Lim, 2013)。Glaeser et al. (2000) 曾发现通过问卷调查得到的“信任”更多指的是“信任值”的大小,即居民信任行为的主观特征,而不是对其他人的可信度的看法。被调查者在回答问题时实际已经被信任的外部因素和内在因素共同影响,人们通常会从自己内在的“信任值”出发进行推断,形成对其他人的可信度的期望 (Butler、Giuliano、Guiso, 2009; Ross、Greene、House, 1977)。尤其是当居民对股票市场不熟悉、不了解时,信任行为的主观特征会在信任的影响机制中有更强的影响 (Guiso、Sapienza、Zingales, 2008)。个体对“信任”的主观看法差异可能导致了董俊华、席秉璐、吴卫星 (2013) 所得到的不同结论。这也为我们之后的研究提供了思路,在数据可获得的情况下可以分别研究信任的外部因素和内在因素对于家庭资产配置的影响,以得到更加精确的结论。

细分市场的讨论中,实证结果同样与预期相符。我们发现信任程度对家庭是否参与总体金融市场,股票市场、基金市场以及参与程度都有显著的正向影响,而在国债市场中,信任变量的影响不显著,这可能是由于国债市场的风险相对较低,因此信任不是影响是否参与的主要因素。

细分样本分析发现,在非东部地区、女性为财务熟悉者、以及未受过高等教育的家庭中,核心变量信任对家庭是否参与金融市场有显著的正向影响。这可能是因为非东部地区的家庭较东部地区家庭金融便利程度低,多数都是通过亲戚朋友或者金融从业人员介绍才去参与股市,因此需要较高的信任程度;根据文献,女性可能更容易受到自身交往圈子的影响,很大程度上愿意听取他人的建议,因此需要信任去参与金融市场 (Jiang and Lim, 2013);未受过高等教育的家庭可能无法掌握和分析相关上市公司的信息、真实财务状况,因此需要更多的信任去参与 (Jiang and Lim, 2013; Guiso、Sapienza、Zingales, 2000; 2008; El-Attar and Poschke, 2011)。在对于家庭金融资产配置比例方面,信任在上述子样本中也是正向显著的。需要说明的是,尽管信任对高教育程度家庭是否参与金融市场没有显著影响,但是如果这些家庭参与了金融市场,则信任程度会对高教育程度家庭的风险性金融资产配置比例有正向显著影响。

参考文献

- [1] 董俊华, 席秉璐, 吴卫星. 信任与家庭股票资产配置——基于居民家庭微观调查数据的实证分析[J]. 江西社会科学, 2013 (007): 60-65.
- [2] 高明, 刘玉珍. 跨国家金融比较: 理论与政策意涵[J]. 经济研究, 2013 (2): 134-149.
- [3] 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, 12: 119-130.

- [4] 何秀红, 戴光辉. 收入和流动性风险约束下家庭金融资产选择的实证研究[J]. 南方经济, 2007 (10): 58-69.
- [5] 胡荣, 胡康. 城市居民的社会交往与社会资本建构[J]. 社会科学研究, 2007, 4: 018.
- [6] 胡荣, 李静雅. 城市居民信任的构成及影响因素[J]. 社会, 2006, 26(6): 45-61.
- [7] 李涛. 社会互动, 信任与股市参与[J]. 经济研究, 2006, 1: 34-45.
- [8] 王聪, 田存志. 股市参与, 参与程度及其影响因素[J]. 经济研究, 2012 (10): 97-107.
- [9] 吴卫星, 易尽然, 郑建明. 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[J]. 经济研究, 2010, 1.
- [10] 杨青. 证券市场个人投资者过度自信实证研究[J]. 西北大学学报: 哲学社会科学版, 2007, 37(2): 64-68.
- [11] Agnew J, Balduzzi P, Sunden A. Portfolio choice and trading in a large 401 (k) plan[J]. American Economic Review, 2003: 193-215.
- [12] Angerer X, LAM P O K S. Income risk and portfolio choice: an empirical study[J]. The Journal of Finance, 2009, 64(2): 1037-1055.
- [13] Arrow K J. Gifts and exchanges[J]. Philosophy and Public Affairs, 1972: 343-362.
- [14] Barber B M, Odean T. Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2001, 116(1): 261-292.
- [15] Beck T, Demirguc-Kunt A, Levine R. Finance, inequality, and poverty: cross-country evidence[R]. National Bureau of Economic Research, 2004.
- [16] Benzoni L, COLLIN - DUFRESNE P, Goldstein R S. Portfolio Choice over the Life - Cycle when the Stock and Labor Markets Are Cointegrated[J]. The Journal of Finance, 2007, 62(5): 2123-2167.
- [17] Berg J, Dickhaut J, McCabe K. Trust, reciprocity, and social history[J]. Games and economic behavior, 1995, 10(1): 122-142.
- [18] Butler J, Giuliano P, Guiso L. The right amount of trust[R]. National Bureau of Economic Research, 2009.
- [19] Campbell J Y. Household finance [J]. The Journal of Finance, 2006, 61(4): 1553-1604.
- [20] Cardak B A, Wilkins R. The determinants of household risky asset holdings: Australian evidence on background risk and other factors[J]. Journal of banking and Finance, 2009, 33(5): 850-860.
- [21] Changwony F K, Campbell K, Tabner I T. Social Engagement and Stock Market Participation*[J]. Review of Finance, 2014: rft059.
- [22] Christelis D, Jappelli T, Padula M. Cognitive abilities and portfolio choice[J]. European Economic Review, 2010, 54(1): 18-38.
- [23] Cocco J F. Portfolio choice in the presence of housing[J]. Review of Financial studies, 2005, 18(2): 535-567.
- [24] Dasgupta P. Social capital and economic performance: Analytics[J]. Foundations of Social Capital. Critical Studies in Economic Institutions, 2003, 2: 309-39.
- [25] Demirgüç-Kunt A, Levine R. Stock market development and financial intermediaries: stylized facts[J]. The World Bank Economic Review, 1996, 10(2): 291-321.
- [26] Dohmen T, Falk A, Huffman D, et al. The intergenerational transmission of risk and trust attitudes[J]. The Review of Economic Studies, 2012, 79(2): 645-677.
- [27] Dwyer P D, Gilkeson J H, List J A. Gender differences in revealed risk taking: evidence from mutual fund investors[J]. Economics Letters, 2002, 76(2): 151-158.

- [28] Edwards R D. Health risk and portfolio choice[J]. *Journal of Business and Economic Statistics*, 2008, 26(4): 472-485.
- [29] El-Attar M, Poschke M. Trust and the choice between housing and financial assets: Evidence from spanish households[J]. *Review of Finance*, 2011, 15(4): 727-756.
- [30] Fan E, Zhao R. Health status and portfolio choice: Causality or heterogeneity?[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2009, 33(6): 1079-1088.
- [31] Gambetta D. Can we trust trust[J]. *Trust: Making and breaking cooperative relations*, 2000, 2000: 213-237.
- [32] Glaeser E L, Laibson D I, Scheinkman J A, et al. Measuring trust[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2000, 115(3): 811-846.
- [33] Guiso L, Jappelli T, Terlizzese D. Income risk, borrowing constraints, and portfolio choice[J]. *The American Economic Review*, 1996: 158-172.
- [34] Guiso L, Sapienza P, Zingales L. The role of social capital in financial development[R]. *National bureau of economic research*, 2000.
- [35] Guiso L, Sapienza P, Zingales L. People's opium? Religion and economic attitudes[J]. *Journal of monetary economics*, 2003, 50(1): 225-282.
- [36] Guiso L, Sapienza P, Zingales L. Trusting the stock market[J]. *the Journal of Finance*, 2008, 63(6): 2557-2600.
- [37] Hong H, Kubik J D, Stein J C. Social interaction and stock - market participation[J]. *The journal of finance*, 2004, 59(1): 137-163.
- [38] Hubener A, Maurer R, Mitchell O S. How family status and social security claiming options shape optimal life cycle portfolios[R]. *National Bureau of Economic Research*, 2013.
- [39] Jalilian H, Kirkpatrick C. Does financial development contribute to poverty reduction?[J]. *Journal of Development Studies*, 2005, 41(4): 636-656.
- [40] Jiang D, Lim S S. *Trust, Consumer Debt, and Household Finance*[J]. 2013
- [41] Laakso E. *Stock market participation and household characteristics in Europe*[J]. 2010.
- [42] Lauriola M, Levin I P. Personality traits and risky decision-making in a controlled experimental task: An exploratory study[J]. *Personality and Individual Differences*, 2001, 31(2): 215-226.
- [43] Luhmann N. *Trust; and, Power: two works by Niklas Luhmann*[M]. Chichester: Wiley, 1979.
- [44] Putnam R D. The prosperous community[J]. *The american prospect*, 1993, 4(13): 35-42.
- [45] Renneboog L, Spaenjers C. *Where angels fear to trade: The role of religion in household finance*[M]. Tilburg University, 2009.
- [46] Ross L, Greene D, House P. The false consensus phenomenon: An attributional bias in self-perception and social perception processes[J]. *Journal of Experimental Social Psychology*, 1977, 13(3): 279-301.
- [47] Spady R. *Semiparametric methods for the measurement of latent attitudes and the estimation of their behavioural consequences*[J]. 2007.
- [48] Vissing-Jorgensen A. *Towards an explanation of household portfolio choice heterogeneity: Nonfinancial income and participation cost structures*[R]. *National Bureau of Economic Research*, 2002.
- [49] Yao R, Zhang H. Optimal consumption and portfolio choices with risky housing and borrowing constraints[J]. *Review of Financial studies*, 2005, 18(1): 197-239.