

Research on the Influencing Factors of Equity Asset Allocation among High Net Worth

Individuals in China

by

Yang Liu

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment  
of the Requirements for the Degree  
Doctor of Business Administration

Approved March 2024 by the  
Graduate Supervisory Committee:

Benjamin Shao, Co-Chair

Fei Wu, Co-Chair

Yongxiang Wang

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2024

中国高净值人群权益类资产配置影响因素研究

刘阳

全球金融工商管理博士  
学位论文

研究生管理委员会  
于二零二四年三月批准：

邵保民，联席主席  
吴飞，联席主席  
汪勇祥

亚利桑那州立大学

二零二四年五月

## ABSTRACT

Presently, the asset allocation of Chinese resident families and HNWI is mainly characterized by the following two irrationalities: Firstly, high proportion of non-financial assets and the excessive reliance of families on real estate may bring many drawbacks such as over-concentration of risk and reduction of liquidity; Secondly, low holding rate and small holding scale of equity assets, and the concentration of wealth in cash and fixed-income assets may lead to difficulties in enjoying the benefits brought by rapid growth of the domestic economy. This study examines the key factors affecting the equity asset allocation of Chinese HNWI, with the aim of providing a practical basis for HNWI and wealth management practitioners to facilitate the inflow of capital into the capital market, thereby promoting the high-quality development of China's financial market.

The study first sorts out the relevant theories and literatures in terms of asset allocation, and also compares the household asset allocation in China with that in developed countries such as America and Japan, to find out the differences and analyze the possible reasons. Subsequently, it proposes possible influencing factors through integrating related theories, and conducts questionnaire survey based on the hypotheses. Finally, multiple linear regression method is used to test the correlation between each factor and the proportion of equity asset allocation and put forward corresponding policy suggestions. The main findings of this study are as follows: First, investors' educational

background is positively correlated with their proportion of equity asset allocation. The higher the education level and the deeper the background in finance, the higher their proportion of equity asset allocation. Second, retail investors who rely on their own research for investment have a higher allocation to stock assets. Third, investors with shorter average investment cycles have higher allocations to equity assets. Fourth, investors with higher investment expectations and higher maximum acceptable losses have higher equity asset allocations. Based on these, it is recommended to increase special education and training, strengthen the sharing of investment experience among HNWI, and encourage long-term investors and professional investment advisers to increase equity asset allocation in order to realize wealth preservation and appreciation.

## 摘要

目前，中国居民家庭和高净值人群的资产配置主要存在以下两方面不合理的问题：一是非金融资产占比过高，家庭对房产的过度依赖，可能带来风险过于集中和流动性降低等诸多弊端；二是权益类资产持有率和持有规模较低，财富集中于现金类和固收类资产中，可能导致家庭难以享受到国内经济高速增长所带来的收益。尽管政府已出台多项政策以完善国内住房市场和金融市场，居民家庭和高净值人群自身驱动力仍然较为不足。本文通过研究影响中国高净值人群权益类资产配置的关键因素，旨在为高净值人群和财富管理从业人员提供实践依据，促进更多资金流入资本市场，进而推动中国金融市场的高质量发展。

本文首先对资产配置领域内的相关理论和文献进行梳理，同时将国内与美国、日本等发达国家家庭资产配置情况相比较，找出差异并分析其可能原因。其次，通过融合理论提出可能的影响因素，并就假设开展问卷调查。最后，采用多元线性回归方法检验各因子与权益类资产配置比例的相关性，并提出相应的政策建议。本文主要研究结论如下：第一，投资者教育背景与其在权益类资产配置的比例呈正相关，受教育程度越高、金融学背景越深，其在权益类资产配置的比例越高。第二，靠自身研究进行投资的散户投资者在股票类权益资产的配置比例更高。第三，平均投资周期越短的投资者在权益类资产配置比例越高。第四，投资期望收益更高、可接受最大损失更高的投资者权益类资产配置比例越高。基于此，建议增加专项教育与培训，加强高净值人群投资经验分享，同时鼓励长期投资者和专业投资顾问提高权益类资产配置，实现财富保值增值。

# 目录

	页码
表格列表.....	vii
图表列表.....	ix
章节	
一、绪论.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.3 研究思路及方法.....	4
1.3.1 研究思路.....	q4
1.3.2 研究方法.....	5
1.4 主要创新和不足.....	6
1.4.1 主要创新点.....	6
1.4.2 不足之处.....	6
二、理论基础与文献综述.....	8
2.1 资产配置概念.....	8
2.2 资产配置理论.....	10
2.2.1 现代投资组合理论.....	10
2.2.2 生命周期理论.....	12
2.2.3 行为金融理论.....	13

章节	页码
2.2.4 行为组合理论.....	14
2.3 影响资产配置的因素研究 .....	15
2.3.1 人口统计学特征 .....	15
2.3.2 经济金融特征.....	18
2.3.3 社会学特征.....	19
三、国内外资产配置及对比 .....	21
3.1 国内资产配置现状 .....	21
3.1.1 国内家庭资产配置 .....	21
3.1.2 国内高净值人群资产配置 .....	24
3.2 国外资产配置现状.....	25
3.2.1 国外家庭资产配置.....	25
3.2.2 国外高净值人群资产配置.....	35
3.3 国际比较 .....	36
四、实证研究 .....	42
4.1 研究方法.....	42
4.1.1 研究对象 .....	42
4.1.2 问卷设计 .....	42
4.1.3 问卷样本情况说明.....	43
4.2 多因子回归模型.....	47

章节	页码
4.2.1 模型一：个人投资背景多因子回归模型 .....	47
4.2.2 模型二：投资期望多因子回归模型 .....	55
4.2.3 模型三：经济预期 .....	63
4.3 描述性统计分析.....	65
4.3.1 不同财富目标人群的权益类资产分配比例 .....	65
4.3.2 不同年龄层次的权益类资产分配比例.....	66
4.3.3 不同性别人群的权益类资产分配比例.....	67
4.3.4 不同职业人群的权益类资产分配比例.....	68
4.3.5 不同投资决策来源人群的权益类资产细分配置比例.....	69
4.3.6 不同金融学背景人群的大类资产配置比例.....	72
五、结论及建议 .....	74
5.1 结论 .....	74
5.2 建议.....	77
参考文献.....	80
附录	
A 高净值人群资产配置调研问卷 .....	85

## 表格列表

表格	页码
1 中国家庭资产配置情况 .....	21
2 中国家庭金融资产配置情况 .....	23
3 美国家庭金融资产配置情况 .....	27
4 日本家庭金融资产配置情况 .....	29
5 韩国家庭金融资产配置情况 .....	30
6 新加坡家庭金融资产配置情况 .....	31
7 德国家庭金融资产配置情况.....	32
8 法国家庭金融资产配置情况 .....	33
9 意大利家庭金融资产配置情况 .....	34
10 芬兰家庭金融资产配置情况 .....	35
11 家庭资产配置结构的跨国比较 .....	37
12 家庭金融资产配置结构的跨国比较 .....	39
13 高净值人群金融资产配置结构的跨国比较.....	40
14 个人投资背景回归模型变量选取及说明.....	49
15 个人投资背景模型回归结果.....	51
16 投资期望回归模型变量选取及说明 .....	56
17 投资期望模型回归结果.....	57
18 没有调节效应下模型二（1）回归结果.....	61

表格	页码
19 有调节效应下模型二（2）回归结果.....	62
20 经济预期模型回归结果.....	64

## 图表列表

图表	页码
1 中国高净值人群资产分配.....	25
2 全球高净值人群资产分配 .....	36
3 受访人群年龄分布.....	44
4 受访人群学历分布.....	44
5 受访人群职业分布.....	45
6 受访人群投资经验分布 .....	46
7 受访人群净资产规模分布 .....	47
8 不同经济预期人群的权益类资产配置比例箱形图.....	65
9 不同财富目标人群权益类资产配置比例分布箱形图 .....	66
10 投资者年龄与权益类资产配置比例分布散点图 .....	67
11 投资者性别与大类资产配置比例柱状图 .....	68
12 不同职业人群权益类资产配置比例分布箱形图 .....	69
13 投资决策专业度与权益类资产配置比例分布箱形图.....	70
14 不同投资决策来源与非股票类权益资产配置比例分布箱形图 .....	71
15 不同投资决策来源人群的权益类资产细分配置比例.....	72
16 不同金融学背景人群的资产配置比例 .....	73

## 一、绪论

### 1.1 研究背景

改革开放以来，中国经济一直保持高速增长态势，人均 GDP 由改革开放初期的约 200 美元上升到 2022 年的 12741 美元<sup>[1]</sup>，居民生活水平大幅提升，财富总量迅速增加。伴随着国内经济高速发展，中国私人财富市场规模不断拓展。招商银行与贝恩公司于 2023 年发布的《中国私人财富报告》显示，截至 2022 年，中国个人持有可投资资产的规模已达到 278 万亿元，2020-2022 年复合增速为 7%；同时，中国高净值人群的数量已达到 316 万人，人均持有约 3183 万元的可投资资产，共持有超过 101 万亿元的可投资资产，占到总投资规模的 36.3%，2020-2022 年均复合增速为 9%<sup>[2]</sup>。从社会财富集中程度来看，根据国家统计局数据，我国的基尼系数于 2000 年已超过 0.4 的警戒线，并且呈上升趋势直至 2009 年，目前稳定在 0.46-0.47，同样显示私人财富大量集中于少数高净值人群。在此背景下，高净值人群的资产配置和资金流向对整个金融体系的稳定和社会经济的发展起着重大的作用。

在国际范围内，中国高净值人群同样已成为一个不容忽视的群体。根据 UBS 发布的《2023 全球财富报告》，截至 2022 年，中国大陆地区拥有百万美元以上资产的人数（即通常定义下的高净值人群）在全球占比达到约 11%，仅次于美国（占比约 38%）；资产达到一亿美元以上的人数在全球占比达到约 14%，同样位列世界第二<sup>[3]</sup>。然而，与发达国家相比，不论是普通家庭还是高净值人群，在资产配置结构方面，中国都呈现出明显差异。

根据《中国家庭金融资产配置风险报告》，2015 年中国家庭金融资产占比为 12.4%，剩余很大比例被分配到不动产<sup>[4]</sup>。在同一时期，《2014 年全国家庭收支调查》显示，日本家庭金融资产的占比约为 39.8%<sup>[5]</sup>，而《2016 年消费者金融调查》显示美国家庭金融资

产的占比约为 42.6%<sup>[6]</sup>。中国家庭在金融资产的配置比重远低于同期美国、日本等发达国家。更进一步观察金融资产分布则可以发现，中国家庭持有的现金及储蓄类资产占比超过 50%，风险资产持有率和持有规模都非常有限，“有限参与之谜”现象在中国金融市场更加明显。

这些差异反映了我国当前经济发展阶段下家庭财富积累的特点。中国家庭资产结构失衡、资产配置低分散化的原因是多样的。一方面，我国金融市场发展起步较晚，导致个人与家庭的金融知识普及和积累相对有限。部分家庭缺乏合理配置金融资产的意识以及参与风险金融市场的经验，对于资产配置的认知有待进一步提升。另一方面，我国财富管理市场正经历结构化转型升级，产品体系尚未完善，无法充分满足居民多样化的金融需求和财富目标，金融产品和工具有待进一步扩充。

家庭财富是金融市场的源头活水，家庭资产配置结构不仅关乎个体财务目标的实现，更涉及整个金融市场的发展和社会福利的提升。其中，高净值人群因其庞大的资产规模，对金融市场更具有重要的影响力。因此，研究以高净值人群为核心的家庭金融资产配置行为，不仅有助于引导居民实现合理资产配置、增进家庭金融福祉，同时对于中国金融市场的健康发展和相关创新政策的制定具有重要意义。

## 1.2 研究意义

### 1. 理论意义：

正如前文所述，中国高净值人群在数量和财富规模上都呈现积极增长的趋势，因此，高净值人群的资产配置结构和资金流向将对整体经济产生重要影响。由于关于高净值人群的调研数据相对有限，虽然国内外已有许多关于资产配置的微观研究，但更多的焦点放在

全体居民家庭上，较少有针对高净值人群资产配置의实证研究。鉴于高净值人群在资产规模、投资意识、财富目标等方面与普通居民家庭存在显著差异，本文针对高净值人群进行的专项研究有助于丰富现有研究内容，进一步探讨资产配置的差异性特征和影响因素。

此外，权益类资产作为能够为投资者带来长期回报的资产，在资产配置中扮演着重要角色。当前，在银行理财打破刚兑、加速净值化转型的契机下，权益类资产更将成为资产布局的关键领域。家庭资产配置，特别是高净值人群资产配置的多样化和对资本市场的高度参与，能够有效提升经济活力，是我国实现高质量经济发展的有力保障。本文从权益类资产着手，深入研究可能影响资产配置的因素，有助于拓展资产配置领域的研究视角，并为进一步激发国内资本市场活力提供理论参考。

## 2. 实践意义：

对中国高净值人群个人而言，当前资产配置情况较为单一，主要集中于现金类和固收类产品，对权益类资产的重视程度较低。本文通过挖掘影响高净值人群权益类资产配置的关键因素，帮助其优化现有资产配置结构以更好地适应个体特点和需求，实现财富的保值增值和其他外延需求，从而提高家庭福祉。除了资产配置的指导性作用外，本研究有助于增加高净值人群对于资产配置的关注度，促进投资者加强自主学习，增加对相关金融知识的了解，以更有效地达成财富目标。

对于财富管理行业的各机构而言，本研究有助于清晰勾勒高净值客户画像，使各机构进一步了解投资者的需求、偏好和顾虑，有针对性地设计金融产品，同时提供差异化的投资者教育服务，更好地协助投资者实现科学、合理的资产配置，提高资产综合收益率。

对于宏观经济而言，本研究有利于加深对高净值人群资产配置选择的了解，从而结合现实情况进行权益类资产配置的引导，采取有效措施激发高净值人群金融投资的内生动力，拓宽企业的融资渠道，加速私人财富流向金融市场、货币市场和实业市场等领域，激发资本市场活力，推动金融市场繁荣发展。

### 1.3 研究思路及方法

#### 1.3.1 研究思路

本文以中国高净值人群为研究对象，深入分析影响其权益类资产配置的主要因素及作用机制。本文首先进行了该领域内的相关理论介绍和文献梳理，而后通过建立多因子回归模型实证检验了各类因素对高净值人群权益类资产配置比例的影响，进而得出研究结论。

文章主要分为六个章节：

第一章为绪论。本章从我国私人财富市场和高净值人群财富规模的演变出发，介绍了高净值人群资产配置的现状及其对金融市场发展的重要意义，概述了整体研究思路和主要研究方法，并指出了本文可能存在的创新点与不足。

第二章为理论基础与文献综述。本章首先介绍了资产配置的概念及相关理论，强调了资产配置的重要性，并为后续实证分析提供了研究方向。随后，对影响家庭资产配置的因素进行了文献梳理和总结，包括人口统计学特征、经济金融特征和社会学特征三类，为本文的进一步研究提供了有益借鉴。

第三章为国内外资产配置及对比。本章基于国内外家庭金融和高净值人群金融调查数据，考察了我国居民家庭和高净值人群的资产配置结构及存在的问题，并通过国际比较分析了其差异性特征。

第四章为实证研究。本章根据理论基础及过往文献的预测提出研究假设，将影响高净值人群权益类资产配置的因素分为个人投资背景、投资期望与经济预期三大类，设计调查问卷并进行实证分析。依据问卷调研结果，采用多元线性回归方法研究各指标与权益类资产配置比例的相关性，同时通过交叉分析得出了其他研究发现。

第五章为结论及建议。本章对上述研究结果进行了归纳与总结，并针对研究结论，为改善高净值人群资产配置结构提出政策建议。

### 1.3.2 研究方法

#### 1. 文献研究方法

通过文献研究，对国内外关于资产配置理论和居民家庭金融行为的报告、期刊、论文等资料进行全面梳理。在此基础上，根据学者不同的研究成果进行整合、归纳与分析，为后续的研究方案及假设提供坚实的理论基础。

#### 2. 比较研究法

本文搜集了包括中国、美国、日本、韩国、新加坡、德国、法国、意大利和芬兰等多个国家在家庭资产配置方面的微观数据，通过对各国居民和高净值人群的家庭资产配置结构指标进行分别比较，分析中国家庭资产配置的差异化特征，提出可能的影响因素及优化方向。

#### 3. 实证研究法

利用本次所收集的问卷调查数据进行描述性统计，描绘我国高净值人群的资产配置现状。运用多因子回归模型进行实证检验，评估各种因素对高净值人群权益类资产配置比例的影响，为推动高净值人群增加权益类资产比例、优化资产配置结构提供参考。

## 1.4 主要创新和不足

### 1.4.1 主要创新点

第一，研究视角的创新。根据对国内外学者在资产配置领域的文献整理，发现相较于全体居民家庭，高净值人群这一特殊群体的资产配置行为及动因是一个较少受到关注的研究领域。此外，目前的学术研究大多将投资组合作为一个整体来讨论，而对某一类具体资产配置情况的研究相对稀缺。实际上，通过对我国居民家庭和高净值人群资产配置情况的深入分析，并与不同国家进行国际比较，可以发现我国居民家庭和高净值人群权益类资产的配置严重不足。因此，研究高净值人群的权益类资产配置现状以及影响因素，为中国家庭资产配置领域的研究提供了一个更为聚焦和有针对性的创新视角，有助于深入了解投资者的需求和偏好，推动更多资产流入金融市场。

第二，研究数据和方法的创新。鉴于高净值人群数量较少，以往研究中关于这一人群的调研数据非常有限。本研究针对高净值人群进行了问卷调研，并经过严格的样本筛选，为该领域的研究补充了最新的市场数据。此外，研究重点关注了个人投资背景、投资期望与经济预期三大类因素对权益类资产配置的影响，通过变量的创新，为家庭资产配置的影响研究提供了新的方向。

### 1.4.2 不足之处

影响高净值人群权益类资产配置的因素复杂而多样，本研究所选取的变量仅代表了其中的一部分。在探讨高净值人群资产配置时，还可能存在其他未被考虑到的因素未被纳入分析范围，因此研究的完整性可能受到所选取变量的局限性的制约。

另外，在本研究开展的问卷调查中，受访者以董监高、职业经理人和一代创富企业家

为主。为了削弱选择偏差的影响，本研究尽可能将问卷调查范围扩展至全国，但实际回收的样本中，上海和四川地区的受访者比例仍然较高。同时，受限于高净值人群相对较小的规模，样本量较为有限，这可能对研究的代表性产生一定限制，或对最后的实证分析产生一些影响。

## 二、理论基础与文献综述

### 2.1 资产配置概念

资产通常具有三个基本属性，即流动性、收益性和风险性，这三个属性也被称为投资领域的“不可能三角”，旨在说明满足任意一边的两个条件后，就无法满足对立的第三个条件。由于没有一种投资工具可以完美兼顾这三个要素，就需要通过配置不同种类的资产及其比重，在维持适当流动性的前提下，让持有的资产组合达到既定风险水平下投资回报最大的效果。资产配置就是投资者基于自身财务目标和风险偏好，将资金分配到不同资产类别，实现投资组合的最佳平衡的过程，使其既能够有效地控制风险，又能够追求适度的投资收益。因此，资产配置成为投资领域中不可或缺的重要环节，能够为实现财务目标提供有力支持。

资产配置的核心理念是“不把鸡蛋放在同一个篮子里”，其基本原理在于发现低相关性且预期回报较高的资产，以建立合理的投资组合。在此基础上，可以根据投资者的风险承受能力和目标，并结合市场条件等外部因素，适当超配某一类资产，以获得更有利的风险收益特征。

资产配置的重要性源于两个关键假设：首先，我们难以准确判断未来哪一类资产将表现更好；其次，没有一类资产能够长期持续地占优于其他资产。当然，在某些市场条件下，我们可能能够确信某一类资产将在特定时期表现优越，从而增加该类资产在整体投资组合中的比例。但在一般情况下，这两个假设基本成立，因此确立了资产配置的必要性和有效性。资产配置有助于降低整体投资组合的波动性和连续下跌的幅度（即回撤），从这个意义上来说，资产配置这一工具具备天然的风险控制优势。

资产配置标的通常包括以下资产类别：1) 现金与等价物：包括现金、银行存款和其他货币市场工具，这类资产通常具有低风险性和高流动性，能够在短期内迅速变现，但预期回报相对较低。在投资组合中，现金与等价物可以提供流动性，并为投资者提供应对紧急情况资金。2) 固定收益类资产：包括银行定期存款、各类债券和债权型基金等，这类资产通常有固定或可预测的利率，并且有明确的投资期限，在投资组合中可以起到增加多元化并提供稳定收益的作用。3) 权益类资产：包括股票、直接持有的未上市公司股权、公募证券投资基金及混合基金、私募股权基金、证券类信托等，权益类资产代表对企业的所有权，其价值取决于公司业绩和市场投资者对其前景的预期，通常具有较高的风险和市场波动性，但也可能带来更高的潜在回报。4) 不动产类资产：包括房地产开发或经营类资产投资，收益主要来自租金、资产增值或使用权销售，由于不易流通或快速变现，通常被视为长期投资。因其投资金额相对较高，且回报受地区经济状况、租赁需求和房地产市场趋势的影响较大，要求投资者谨慎考虑特定地点和用途的不动产类资产的投资潜力。

5) 外汇资产：包括不同国家货币的现金、存款和外汇衍生品，最显著的特征是受汇率波动影响，投资者可以通过外汇资产对冲汇率风险、提高流动性或增加投资组合多元化，但同时需要评估汇率波动对投资组合的影响。6) 另类投资：包括证券化资产、对冲基金、数字资产、艺术品和收藏品等非传统的投资形式，这些资产类别往往具备低相关性、较高的风险和回报以及非传统的市场定价机制，对专业知识的要求较高。7) 金融衍生品：包括远期合约、期货、掉期（互换）、期权和其他衍生工具，金融衍生品的价值取决于某个基础资产的价格变动，能够提供灵活的投资机会，但由于其结构和特性，同时具备高度复杂性，要求投资者具备一定的专业知识。

## 2.2 资产配置理论

Harry Markowitz 于 1952 年首次提出资产配置理论，并逐渐形成以现代投资组合理论为首的研究体系，该体系以资产作为研究对象，强调在不同资产类别之间分配资金，以实现投资组合的最佳风险-回报平衡。然而，资产配置实质上是以人的决策驱动投资的过程，由此引发了生命周期理论关于个体所处阶段与投资决策关系的探讨。生命周期理论从个体角度出发，关注个体在生命周期内如何分配储蓄和消费，强调随年龄和收入变化而调整财务决策。这些传统金融理论的前提是理性经济人假设，即认为投资者是理性趋利的，但随着金融市场中出现诸多无法用传统理论解释的异象，现代金融学理论与实际经济生活的矛盾日益凸显，因此诞生了行为金融理论，以研究投资者在金融决策中的非理性行为和心理偏差。以下将就现代投资组合理论、生命周期理论和行为金融理论相关的理论基础和文献展开阐述。

### 2.2.1 现代投资组合理论

#### 1. 马科维兹有效投资组合

美国经济学家 Markowitz (1952) 在其发表的学术论文《Portfolio Selection》中首次提出现代投资组合理论，其核心理念是通过分散投资来实现最优的风险-回报平衡，从而构建有效的投资组合<sup>①</sup>。在此之前，虽然已有分散组合的理念存在，但极少有人能够建立一套数理模型来加以说明如何寻找满足收益最大化和风险最小化的最优组合。Markowitz 建立了著名的均值-方差模型，以风险资产收益率的期望值和方差（协方差矩阵）分别刻画收益和风险，并基于给定收益的最小化风险（或给定风险的最大化收益）原则，运用二次型优化方法给出了有效投资组合前沿的概念。对于任何能够理性计算的投资者，其选择的风险资

产组合一定对应于有效投资组合前沿之上的某一点<sup>[8]</sup>。现代投资组合理论由此诞生，不同资产投资组合选择的实践问题被简化为概念清晰的均值-方差分析问题。此后，众多学者在均值-方差模型的基础上进行探索研究，优化和完善现代投资组合理论在实践中的应用，不断推进现代投资组合理论的发展。

## 2. 资本资产定价模型（CAMP）

1964年起，Sharpe、Lintner、Mossin等学者提出了资本资产定价模型（CAMP），用于研究金融证券市场中资产的预期收益率与风险之间的关系，以及均衡价格是如何形成的<sup>[9][10][11]</sup>。CAPM的核心公式是：

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times [E(R_m) - R_f]$$

其中， $E(R_i)$ 是资产*i*的预期回报。 $R_f$ 是无风险利率，是投资者在没有风险的情况下可以获得的最低回报，通常用国债收益率来表示。 $\beta_i$ 是资产*i*的贝塔系数，表示资产相对于整个市场的系统性风险，如果贝塔系数大于1，说明该资产对市场的波动敏感，反之则说明该资产相对于市场的波动较小。 $E(R_m) - R_f$ 是市场风险溢价，即市场预期回报与无风险利率之差，表示投资者愿意为承担市场风险而额外获得的回报。CAPM提供了一个相对简单、直观的框架，帮助投资者估计资产的预期回报，为投资组合管理提供了重要的参考依据。

## 3. Black-Litterman 模型

1992年，Black和Litterman在均值-方差模型的基础上，将投资者主观观点纳入决策变量，建立了B-L模型<sup>[12]</sup>。B-L模型首先利用夏普的逆最优化理论以及资本资产定价模型逆向推导出各项资产的市场均衡超额收益率，然后结合决策者对未来收益率的预期及对应的信心水平构成观点矩阵和信心矩阵，并据此运用贝叶斯法则形成新的期望收益率和方差

参数，最后利用均值-方差模型对新形成的期望收益率向量和协方差矩阵进行分析，得出符合预期的最优资产配置方案<sup>[13]</sup>。B-L 模型后续也被广泛应用于实际投资决策过程中，最为典型的代表是高盛公司，使用该模型设计其全球固定收益资产配置方案。

### 2.2.2 生命周期理论

生命周期理论最早由经济学家 Modigliani 提出，他认为，个人是在很长一段时间内对他的消费和储蓄行为进行规划的，以此在整个生命周期内实现消费的最佳配置，并最大化个人终生效用<sup>[14]</sup>。其后，Modigliani 和 Brumberg (1955) 进一步丰富了生命周期理论的研究，他们提出，个人的消费和储蓄行为不仅与收入水平有关，也与他所处的生命阶段有关。如果消费者是理性的，那么他在规划现阶段的消费和储蓄时会充分考虑现有财富、当前收入、未来收入、工作时长、预期寿命等多项因素，以保障个体能够始终维持相对稳定的生活水平，进而实现整个生命周期消费效用的最大化<sup>[15]</sup>。

之后，生命周期理论经过不断的细化和完善，逐步与资产配置研究相结合。基于生命周期的资产配置理论认为，个体的风险偏好、收入水平和投资目标会随着时间的推移而变化，因此在不同生命周期阶段应采用不同的资产配置策略。通常将生命周期划分为三个阶段：成长期、成熟期和衰老期，个体在不同时期下收入水平和消费需求是不同的，因此在每个时期都应该有不同的资产配置，以满足当下的财务需求。在成长期，个体通常需要负担的财务责任较少，且收入大于支出，资产配置应注重成长和积累，可以适当持有更多风险资产，以追求更高的长期回报；在成熟期，个体将会面临更多的家庭和职业责任，资产配置应注重保护自身和家庭免受市场波动的影响，降低投资组合的风险水平，增加相对稳定的资产；而在衰老期，收入随着年龄的增长而下降，同时疾病等意外事件发生的概率增加，资

产配置应确保在退休期间有足够的现金流和资产保障，增加高稳定性和高流动性的资产。

家庭生命周期理论则是在个人生命周期理论的基础上演变而来，在研究范围上由个人扩充至家庭，除了考虑个人收入与需求的效用最大化以外，还需要将家庭需求纳入评估范畴，如子女教育、父母赡养、家庭养老储蓄等内容。美国学者 Glick（1947）将家庭生命周期划分为形成、扩展、扩展完成、收缩、收缩完成和解体六个阶段<sup>[16]</sup>，其后也有众多学者根据各国国情对家庭生命周期进行划分，如中国学者林善浪和王健（2010）将家庭生命周期分为年轻夫妇家庭、成长中的核心家庭、成熟的核心家庭、扩大家庭、空巢夫妇家庭五个阶段等<sup>[17]</sup>。

### 2.2.3 行为金融理论

传统金融理论通常假设投资者的交易行为是完全理性的，按照最大效用原则开展投资活动；同时所有投资者可以获得充分的市场信息，证券价格是随机漫步的，没有人可以持续获得利润。但随着金融市场上的诸多异常现象出现，理性经济人的假定逐渐无法解释实际投资行为，学者们开始尝试用心理学等相关科学知识来解释这些偏差和反常的行为，以修正和弥补传统理论的假设，行为金融理论由此诞生。在现实生活中，投资者并非是完全理性的，其投资选择往往并非最优决策，行为金融理论揭示了投资者心理因素在决策行为以及市场定价中的作用和地位，从而使得研究更接近实际<sup>[18]</sup>。

行为金融理论包含前景理论、后悔理论、心理账户理论等诸多研究成果。前景理论是由 Kahneman 和 Tversky 于 1979 年提出的，研究的是影响个体选择行为的非理性心理因素。前景理论认为，人们对于得失的判断往往根据参照点决定，同时他们对于损失的厌恶程度要大于对同等金额收益的偏好。面对收益时，投资者通常表现为规避风险，而面临损

失时，他们则表现为偏好风险<sup>[19]</sup>。处置效应是指投资者倾向于推迟出售处于亏损状态的股票，同时过早卖掉处于盈利状态的股票的现象。Shefrin 和 Statman（1985）用后悔理论来解释这一现象，他们认为投资者会对可能导致后悔的决策采取回避态度，在避免后悔的心理驱动下，人们会采取一些非理性的措施，因而影响了决策过程<sup>[20]</sup>。Thaler（1985）提出了心理账户理论，描述了个体对待不同类型的经济交易时，会在心理上将这些交易划分为不同的账户以进行决策，这一理论帮助解释了为什么个体在不同情境下会表现出不同的风险态度和决策行为<sup>[21]</sup>。基于行为金融学理论，研究发现投资者在进行投资过程中会发生很多偏误。如过度自信理论（overconfidence theory）则认为人是过度自信的，尤其对其自身知识的准确性过度自信。人们系统性地低估某类信息并高估其他信息。Gervaris、Heaton 和 Odean（2002）将过度自信定义为：认为自己知识的准确性比事实中的程度更高的一种信念，即对自己的信息赋予的权重大于事实上的权重<sup>[22]</sup>。熟悉度偏差（Familiarity bias）是指投资者往往在自己熟悉的领域中保持自信，过度相信自己的判断，从而忽略了其他客观因素和风险所在。对应的投资行为则可能体现为投资组合过于集中，对于某个领域过分自信的投资者常将鸡蛋放在同一个或个别篮子里，并没有实现分散风险的目的。社会证明偏误（Social Proof Bias）指人有偏差地遵循一个群体的信仰，投资者可能会错误地支持他人的判断或背书，往往没有完全意识到他们正在这样做。

#### 2.2.4 行为组合理论

行为组合理论（Behavior Portfolio Theory，简称为 BPT）行为组合理论是在现代资产组合理论的基础上发展起来的，行为组合理论是谢弗林（Hersh Shefrin）和斯塔曼（Meir Statman）借鉴 Markowitz 的现代资产组合理论于 2000 年首创性地提出的，不同于传统

理论中投资组合形成的认知，而是反映投资者实际是如何形成投资组合的。受行为偏差的影响，投资组合形成为分层的金字塔，其中每一层都与一个目标保持一致。由于心理账户偏差，人们根据分配给哪个心理账户的钱来区别对待一笔钱和另一笔钱，投资被分配到不同的层次，而不考虑这些投资之间的相关性。例如，底层心理账户配置更多的是低风险资产，为了风险规避与防止贫困，而更高层次心理账户会配置更多的风险资产，用于更高追求与致富希望。

### 2.3 影响资产配置的因素研究

根据现代投资组合理论模型，投资者应当将部分财富分配至各类金融资产，并且该配置比例由投资者的风险态度决定。但实际情况是，个人或家庭对风险金融资产的配置比例往往与理论最优值相去甚远，甚至有许多投资者完全不参与风险金融市场，这一现象与传统资产配置理论产生了矛盾，被学界称为“有限参与之谜”。对于金融市场有限参与问题，国内外学者已经开展了大量讨论研究，发现影响投资者资产配置的因素主要包括人口统计学特征、经济金融特征和社会学特征等方面。下文将针对这三个方面逐一展开阐述和文献梳理。

#### 2.3.1 人口统计学特征

人口统计学特征对于资产配置的影响因素主要集中于年龄、性别、受教育水平、健康状况等方面。

具体来说，在投资者年龄的研究方面，大部分学者认为户主年龄或家庭年龄结构与家庭金融资产配置倾向和效率具有相关性。Shum 和 Faig (2006) 利用 1992 年至 2001 年美国消费者金融调查 (SCF) 的数据对股票持有量的决定因素进行了实证研究，结果发现股市

参与度与年龄呈正相关<sup>[23]</sup>。Iwaisako（2009）利用调查数据，分析了股票在日本家庭金融财富中所占份额与年龄的相关性。调查发现，年轻家庭倾向于以安全资产的形式积累财富，以便为买房而储蓄，其股票持有份额和股票市场参与度随着年龄的增长而增加，在 50 多岁时达到顶峰，然后趋于稳定<sup>[24]</sup>。国内学者大多基于中国家庭金融调查（CHFS）数据进行分析。卢亚娟和 Calum G.Turvey（2014）利用 2011 年 CHFS 数据对城乡居民风险资产持有行为及其影响因素进行了实证研究，研究发现中国家庭风险资产持有比例随着年龄呈钟形分布，30 岁以下家庭人均风险资产总额占比 17.80%，30~45 岁家庭和 45~55 岁家庭该占比分别为 29.99%和 27.46%，而 55 岁以上家庭该占比仅为 16.05%，且其中债券的持有规模多于其他年龄段<sup>[25]</sup>。齐明珠和张成功（2019）利用 2013 年 CHFS 数据实证分析了户主年龄对中国居民家庭资产配置效率的影响以及投资风险偏好的中介作用。研究发现，家庭资产配置的效率受户主年龄影响，这种影响呈具有两个顶点的“双峰型”关系，同时，投资风险偏好在其中呈现部分中介效应，且中介作用会随着户主年龄的增加逐渐增大<sup>[26]</sup>。沈淘淘和史桂芬（2020）利用 2015 年 CHFS 数据考察了人口年龄结构对家庭金融资产配置的影响。研究发现，股票占比、风险资产占比及风险资产多样化与年龄呈倒“U”型关系，其峰值年龄为 55-64 岁，同时老年人口占比较高的家庭倾向于增加定期存款而减少股票投资<sup>[27]</sup>。

性别方面，Jianakoplos 和 Bernasek（1998）使用美国样本数据检验性别对持有风险资产的影响，发现单身男性平均将 46%的财富投资于风险资产，而单身女性仅投资 40%。同时随着财富的增加，单身女性持有风险资产比例的增幅要小于单身男性<sup>[28]</sup>。Jacobsen 等人（2014）认为造成性别差异的原因在于，男性对待经济和金融市场问题更为乐观，而女性更在意股票市场的风险。在考虑乐观情绪的差异后，资产配置中的系统性性别差异就会

消失<sup>[29]</sup>。Agnew（2003）研究了1994-1998年间参与401（K）计划的近7000个账户后发现，男性、已婚、高收入以及高工作经验都会表现出显著更高的股票配置，而年长投资者的股票配置则相对较低<sup>[30]</sup>。Liu（2020）指出家庭中户主性别差异会对家庭金融产品偏好和选择产生影响。具体表现为男性更偏好参与风险市场，且更注重多元化配置金融资产，而女性则更偏好收益稳定的投资方向，对股票市场的参与较少<sup>[31]</sup>。

受教育水平方面，Campbell（2006）在著名论文《Household Finance》中提出，较贫穷和受教育程度较低的家庭相对来说配置风险资产的概率更低，并且投资组合的多元化更差<sup>[32]</sup>。周弘（2015）对中国城市居民家庭消费金融调研数据的实证研究同样发现，接受金融教育的家庭在金融市场中的参与概率显著高于未接受金融教育的家庭，同时这些家庭也拥有更高的金融资产比重<sup>[33]</sup>。卢亚娟和殷君瑶（2021）则指出户主受教育程度对风险资产配置的影响，认为户主的高学历会增加家庭的风险偏好，从而推动家庭对金融市场，尤其是风险市场的参与行为<sup>[34]</sup>。

健康状况方面，Rosen和Wu（2004）使用美国健康和退休研究（HRS）调查数据进行研究后发现，在其他因素相同的情况下，健康状况不佳的家庭持有风险性金融资产的可能性及其比例较低<sup>[35]</sup>。Cardak和Wilkins（2009）使用澳大利亚家庭、收入和劳动力动态（HILDA）调查数据进行实证研究后同样发现，健康状况不佳的家庭会更少地持有风险资产，其原因在于潜在的健康问题会导致风险暴露的提高<sup>[36]</sup>。雷晓燕和周月刚（2010）使用HRS在中国开展的健康与养老追踪调查数据进行研究后发现，健康状况负向影响城市居民对金融资产、尤其是风险资产的持有，但该影响在农村并不显著<sup>[37]</sup>。

### 2.3.2 经济金融特征

经济金融特征对于资产配置的影响因素主要集中于财富水平、风险偏好和投资经验等方面。

在关于投资决策的诸多研究中，财富水平对于个人和家庭资产配置的正向影响得到了大多数学者的认可，使用不同国家数据研究得出的结论也基本一致。Peress（2004）研究发现财富差异会导致获取市场信息的差异，从而影响家庭参与金融市场投资的深度和广度<sup>[38]</sup>。国内学者的实证研究提供了相似的结论，吴卫星和齐天翔（2007）发现，财富的增加对于中国居民参与股票市场的概率和深度都有正向影响，“财富效应”在中国居民投资中非常显著<sup>[39]</sup>。徐巧玲（2019）通过实证分析发现，家庭收入水平会影响投资组合多样化程度，收入显著促进了风险资产的配置比例，形成储蓄与风险资产并存的家庭投资布局<sup>[40]</sup>。杭斌和闫娜娜（2020）发现相比于高收入家庭，低收入家庭对于金融资产价值以及当期收入更为敏感，这可能解释了低收入家庭配置风险性金融资产意愿更低的原因<sup>[41]</sup>。

Guiso 和 Paiella（2005）探讨了风险偏好对家庭投资决策的影响，研究发现消费者的风险偏好对家庭投资组合决策有直接影响，风险厌恶越大，参与风险资本市场的可能性与家庭所持风险资产的比例越低<sup>[42]</sup>。宋永辉、邓丽媛（2016）研究发现，风险偏好与风险资产在家庭金融资产中的占比呈正相关，与人民币储蓄在家庭金融资产中的占比呈负相关<sup>[43]</sup>。葛洪申（2013）利用 CHFS 数据进行实证研究后发现，风险偏好和投资经验对于家庭参与金融市场的可能性均有正向作用，同时，投资经验显著提高了家庭的风险资产占比和股票资产占比<sup>[44]</sup>。

### 2.3.3 社会学特征

社会学特征对于资产配置的影响因素主要集中于社会互动、社会信任、未来预期和过往经历等方面。

国内外学者经过实证研究后提出，高社会互动与社会信任会对风险市场参与产生正向影响。**Hong** 等人（2004）提出股票市场参与受到社会互动的影响，在控制财富、种族、教育和风险承受能力等因素的情况下，高互动的社会家庭比非社会家庭更有可能在参与股票市场投资，原因可能在于投资者在交流互动过程中能够掌握更多股市信息，对未来的投资预期也会更加乐观<sup>[45]</sup>。**Kaustia** 和 **Knupfer**（2012）同样发现，他人的股票收益会正向影响个人的股市进入，特别是在社会互动更高的地区；但他人的亏损却不会降低个人参与股市的可能性，因为人们往往不会谈论自己的负面结果<sup>[46]</sup>。正如诺贝尔经济学奖获得者 **Robert Shiller** 在《非理性繁荣》一书中所言：“在许多人看来，其他人赚了很多钱是最有说服力的……甚至是比最严密推理的论点更重要的证据。”<sup>[47]</sup>**Guiso** 等人（2008）通过分析荷兰、意大利以及其他跨国数据发现，缺乏信任是解释有限参与之谜的重要因素，缺乏信任会降低股票市场的参与概率和深度，对此的解释为缺乏信任会使投资者更高地预估所面临的风险，降低对风险溢价的预期，因此会较少或完全不参与股票市场<sup>[48]</sup>。

在国内研究方面，李涛（2006）采用 2004 年广东省居民调查数据进行实证分析，发现，积极的社会互动和较高的社会信任推动了居民的股市参与，并且社会互动对低学历群体参与股市的积极促进作用更为明显，其作用原理主要在于低学历群体更难获得股票知识，更多依赖观察性学习，且他们更易受攀比效应和羊群效应影响，从而放大社会互动对其股市参与的推动作用<sup>[49]</sup>。

未来预期和过往经历也被认为是影响家庭资产配置的因素。Hurd 等人（2011）对荷兰家庭进行调查后发现，投资者对于股市的预期与股票市场参与相关，对股票未来收益的悲观预期会阻碍股市参与<sup>[50]</sup>。Malmendier 和 Nagel（2011）利用 1960 年至 2007 年美国消费者金融调查的数据研究发现，经历过低股票市场回报的个人承担金融风险的意愿较低，目前参与股票市场的概率较低，并且当他们参与股票市场时，往往仅会投资一小部分流动资产在股票中，即过往的负面经历会阻碍股市参与<sup>[51]</sup>。

### 三、国内外资产配置及对比

#### 3.1 国内资产配置现状

##### 3.1.1 国内家庭资产配置

本文引用西南财经大学中国家庭金融调查研究中心在全国范围内开展的“中国家庭金融调查”（China Household Finance Survey, 简称 CHFS）项目 2011 年、2013 年、2015 年、2017 年和 2019 年的五轮调查数据，对中国家庭金融资产配置现状进行分析。该调查覆盖全国 29 个省（自治区、直辖市），五轮调查的样本规模分别达到 8438、28141、37289、40011 和 34643 户，数据具有全国、省级及副省级城市代表性<sup>[52]</sup>。

除 2011 年外，调查统计了受访家庭的总体资产分布情况。通过整理汇总后的表格 1 可见，中国家庭的金融资产占比有提升趋势，2019 年居民家庭金融资产在全部资产中占 12.7%，为历年调查中的最高值，但整体仍处于较低水平。对于绝大多数中国家庭来说，家庭资产的核心部分仍然是房产，这既源于“安居乐业”的传统思想观念，也与过往十几年房地产价格持续上涨、房地产市场火热的经济特点息息相关。随着 2017 年“房住不炒”政策的提出，限购、限贷、限售、限价等诸多限制性交易政策在各地出台，住房资产无损失变现能力下降，一定程度上能够引导家庭资产从房地产市场向金融市场流动。

表格 1 中国家庭资产配置情况

年份	2011 年	2013 年	2015 年	2017 年	2019 年
金融资产占比	-	7.4%	10.6%	10.8%	12.7%
非金融资产占比	-	92.6%	89.4%	89.2%	87.3%

数据来源：根据中国家庭金融调查（CHFS）数据整理

表格 2 报告了中国家庭在金融资产方面的配置情况。2011 年中国家庭存款占比达到 58.8%、现金占比达到 9.4%，二者合计比例达到将近七成。此后的四次调查中，存款及现金的合计占比略有所下降，2013 年占比为 67.3%、2015 年占比为 62.1%、2017 年占比为 61.1%，2019 年占比首次下降至 60% 以下，为 58.8%。居高不下的存款和现金份额能够为家庭提供高流动性和抗风险能力，但相对于其它金融资产而言回报率较低，难以为家庭资产的长期增长做出贡献。理财产品（包括金融理财产品和互联网理财产品）也是中国家庭配置较多的资产类别，并且配置比例有明显的上升趋势，2011 年理财产品占比仅为 2.2%，2019 年占比已经达到 18.2%，增长幅度显著。理财产品按照投资性质的不同，可以分为固定收益类、权益类、商品及金融衍生品类、混合类，不同类型产品对应不同的底层资产。我国过往主要的银行理财产品形式是预期收益型产品，资金多投向固定收益类资产。2018 年“资管新规”出台后，理财产品形式逐步向净值型产品转换，配置的资产谱系也更加宽泛，除了固定收益类资产外，开始向权益类、混合类等其他类别资产拓展<sup>[53]</sup>，但固定收益类产品仍是理财产品的主要投向。根据银行业理财登记托管中心发布的《中国银行业理财市场半年报告（2023 年上）》，截至 2023 年 6 月末，固定收益类产品存续规模为 24.11 万亿元，在全部理财产品存续规模中的占比达到 95.15%；混合类产品占比为 4.38%；权益类产品和商品及金融衍生品类产品的存续规模相对较小，占比分别为 0.31% 和 0.16%<sup>[54]</sup>。因此，调查中我国居民家庭配置较多的理财产品实质上仍以固定收益类资产为主。债券资产的配置比例较低，2019 年债券资产平均配置比例仅为 0.4%。股票资产在金融资产中的占比浮动较大，2011 年的调查中股票资产占比一度高达 14.1%，但在 2017 年和 2019 年的调查中占比仅为 8.7% 和 5.3%。事实上，五轮调查中居民家庭对股票市场的参与度一直较低，参与股

票市场投资的家庭占比从 2011 年至 2019 年分别为 7.6%、6.8%、7.1%、6.0%和 3.9%，2019 年调查中居民家庭资产大规模向理财产品转移，进一步削弱了股票市场参与。基金资产在金融资产中的占比一直处于较低水平，2011 年至 2017 年的四轮调查中该占比始终在 3.3%至 3.7%间小幅浮动，而 2019 年同样有所削减，仅为 1.6%。

表格 2 中国家庭金融资产配置情况

年份	2011 年	2013 年	2015 年	2017 年	2019 年
存款	58.8%	59.3%	55.7%	54.5%	49.2%
现金	9.4%	8.0%	6.4%	6.6%	9.6%
债券	1.0%	1.5%	0.6%	0.8%	0.4%
股票	14.1%	10.7%	13.8%	8.7%	5.3%
基金	3.7%	3.3%	3.7%	3.4%	1.6%
理财产品	2.2%	6.2%	10.2%	11.9%	18.2%
借出款	9.7%	8.5%	8.4%	13.2%	12.7%
其他	1.1%	2.5%	1.2%	0.9%	3.1%

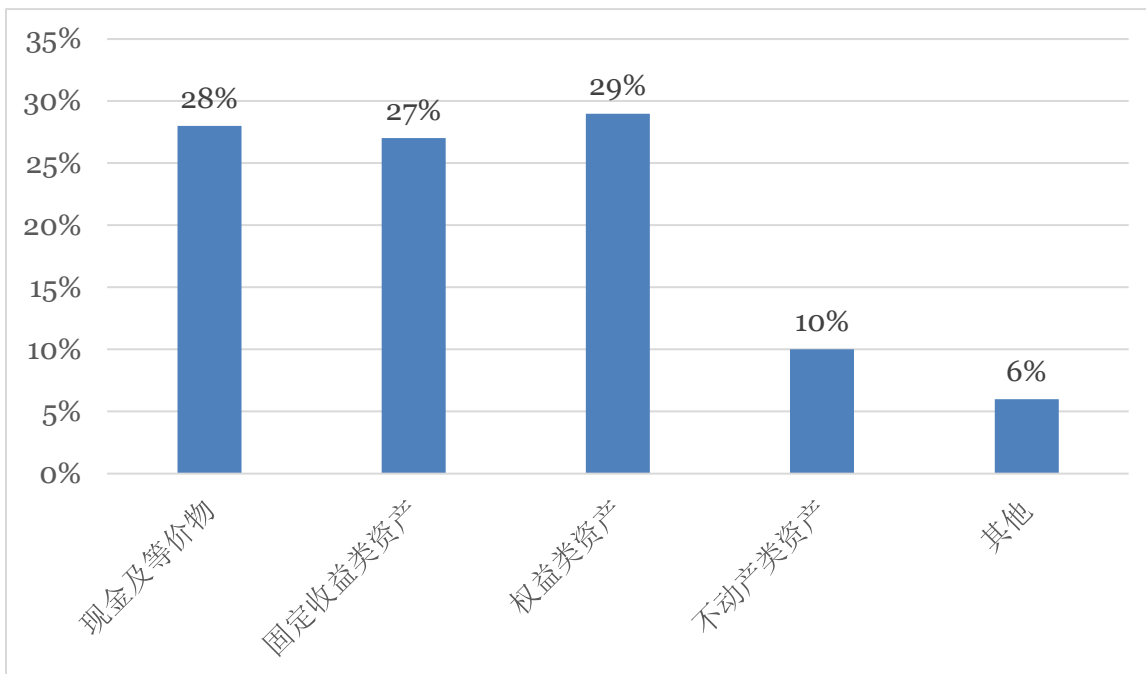
数据来源：根据中国家庭金融调查（CHFS）数据整理

总体来看，中国家庭金融市场参与比例和多元化程度均较低，但金融资产结构正在逐步调整。2011 年到 2019 年的五轮家庭金融调查数据显示，尽管家庭金融资产配置仍以存款为主，存款占比在近年来已开始呈现下降趋势，2019 年首次降至 50%以下。考虑到我国居民长久以来较强的储蓄意识，从银行存款向风险资产的再配置依然是一个较为漫长的过程。能够看到的转变趋势是，由于存款利率连续下滑，家庭开始寻求收益更加理想的替代资产，因此资金投向固收类资产的理财产品依靠其风险较低、收益稳定的特点，成为了许多风险厌恶家庭替代存款的首选。理财产品的配置比例从 2011 年的 2.2%、2013 年的 6.2%、2015 年的 10.2%、2017 年的 11.9%再到 2019 年的 18.2%，呈现稳步上升发展态势。家庭

对股票、基金等投资的参与度和配置比例长期处于较低水平，同时显示出进一步下降的趋势。综上，基于过往理财产品多以固收类资产作为投资标的，中国家庭金融资产配置实质上仍以现金类和固收类资产为主，权益类资产配置较为不足。

### 3.1.2 国内高净值人群资产配置

相比之下，国内高净值人群的资产配置结构更为平衡，但整体风险偏好仍较为保守。招商银行与贝恩公司调研全国超过 4000 位高净值客户后发布的《2023 中国私人财富报告》显示，高净值人群超过一半的境内可投资资产配置于较低风险的资产，包括 28% 的现金类资产和 27% 的固收类资产。这一数据与 2021 年现金类资产（34%）和固收类资产（22%）的配置比例变化不大，表现出国内高净值人群长期持适中或较低风险偏好的投资风格。权益类资产配置方面，最受高净值投资者青睐的资产为二级市场股票投资，配置比例为 11%；其次为股票类基金，配置比例为 8%。权益类资产合计配置比例为 29%，除上述两项资产外还包括私募证券、房地产信托投资基金、股权和其他公募基金。在未来两年的投资预期中，更多受访者考虑增持私募证券投资以期获得更高回报，但对于其他权益类资产并未有显著的增持倾向。



图表 1 中国高净值人群资产分配

数据来源：根据招商银行 - 贝恩公司高净值人群调研（2023 年）数据整理

报告提出，高净值人群将大部分资产配置于现金类产品和固收类产品，一方面源于其长期维持的中低风险偏好，另一方面也受到全球经济增长放缓、地缘政治跌宕等多重不确定性因素影响，更多受访者的财富目标从“创造更多财富”向“保证财富安全”、“个人事业和企业的发展”转变。

## 3.2 国外资产配置现状

### 3.2.1 国外家庭资产配置

#### 1. 美国

《消费者金融调查》（Survey of Consumer Finances, 简称 SCF）是美联储针对美国家庭的收入、资产、负债等情况进行的抽样调查报告，该调查于 1983 年正式启动，其后每三

年开展一次，最近一期调研完成于 2022 年，抽样法和统计口径基本保持稳定，因此是美国权威的家庭金融调查数据<sup>[55]</sup>。

本文根据美联储网站公布的 1989 年至 2022 年调查数据，将美国家庭各类资产配置情况整理汇总如表 3-3。可以看到，美国家庭持有金融资产在全部资产中的占比一直处于较高水平，从 2013 年起，金融资产占比更是保持在 40% 以上，2019 年与 2022 年金融资产占比均达到 42%。金融资产中，配置比例最高的类别为退休账户，并且随着美国养老金体系的完善和个人储蓄养老金计划的推广，退休账户资产占比愈发提高，2007 年后的调查中退休账户配置比例均达到 35% 以上。股票和共同基金也是美国家庭配置比例较高的金融资产，股票的配置比例相对较为稳定，2022 年股票资产占比约为 17%；共同基金的配置比例则日渐提升，2022 年共同基金资产占比约为 22%。与之相反的是，相对保守的非风险性家庭资产如交易账户、存款和债券的配置比例则持续下降，2022 年交易账户平均配置比例为 12%，存款平均配置比例仅为 1%，债券平均配置比例仅为 2%。

总体来说，美国家庭资产配置中金融资产占比较高，而在金融资产中则以权益类资产配置为主，非风险性资产配置比例持续下降。

表格 3 美国家庭金融资产配置情况

年份	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022
交易账户	19%	17%	14%	11%	12%	13%	11%	13%	13%	12%	11%	12%
存款	10%	8%	6%	4%	3%	4%	4%	4%	2%	1%	2%	1%
储蓄型债券	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
债券	9%	8%	6%	4%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	2%	2%
股票	15%	16%	16%	23%	21%	17%	18%	14%	16%	14%	15%	17%
共同基金	5%	8%	13%	12%	12%	15%	16%	15%	15%	23%	22%	22%
人寿保险现金价值	6%	6%	7%	6%	5%	3%	3%	2%	3%	2%	2%	2%
退休账户	21%	26%	28%	28%	29%	32%	35%	38%	39%	36%	36%	36%
其他托管资产	7%	5%	6%	9%	11%	8%	6%	6%	8%	8%	8%	6%
其他金融资产	6%	4%	4%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	1%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
备注：												
金融资产在全部资产中的占比 (不考虑负债)	31%	32%	37%	41%	43%	36%	34%	38%	41%	43%	42%	42%

数据来源：根据美联储网站 1989-2022 年 SCF 数据库编制

## 2. 亚洲地区

日本：日本统计局自 1959 年每五年开展一次《全国家庭收支及财富调查》（原为 National Survey of Family Income and Expenditure，2019 年起更名为 National Survey of Family Income Consumption and Wealth），以全面掌握日本家庭消费、收入、资产和负债的实际状况和分布结构。该调查结果是国家和地方政府制定家庭金融相关政策的重要参考依据，最近一次调查于 2019 年完成，共调查全国超过 90000 户家庭<sup>[56]</sup>。

本文根据日本统计局官网公布的 1999 年至 2019 年调查数据，将日本家庭各类资产配置情况整理汇总如表 3-4。自 1999 年起，日本家庭持有的金融资产占比始终维持在 30% 以上，且呈现逐步提升态势，2014 年起金融资产占比维持在 40% 左右。然而在金融资产中，日本家庭配置以活期和定期存款为主，且存款的配置比例有略微提升的趋势，1999 年存款配置比例为 59%，2019 年已提高至 64%。其次是保险类产品，但保险的配置比例由 1999 年的 26% 逐步下降至 2019 年的 19%。排名第三的是有价证券，其配置比例在近年来略有上升，2019 年配置比例达到 16%，由 8% 的股票、6% 的信托和 2% 的债券构成。

日本家庭资产配置中金融资产占比较高，但在金融资产中以存款等非风险性资产配置为主，权益类资产配置比例较低。

表格 4 日本家庭金融资产配置情况

年份	1999	2004	2009	2014	2019
活期存款	10%	15%	18%	22%	29%
定期存款	49%	46%	44%	40%	35%
保险	26%	26%	23%	21%	19%
有价证券	12%	11%	13%	15%	16%
其他	3%	2%	2%	2%	1%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
备注：					
金融资产在全部资产中的占比（不考虑负债）	30%	34%	36%	40%	39%

数据来源：根据日本统计局 1999-2019 年《全国家庭收支及财富调查》数据编制

韩国：韩国金融投资协会曾在其发布的《2022 年主要国家家庭金融资产比较》一文中指出，以 2021 年为基准，韩国家庭资产中金融资产占比约为 36%，家庭大部分资产由不动产等非金融资产构成。

根据经济合作与发展组织（OECD）对各国家庭金融资产进行的数据统计<sup>[57]</sup>，韩国家庭金融资产中近半数配置于现金及存款中，且家庭资产构成在 2008 年至 2022 年期间较为稳定。在该统计期间，现金及存款的配置比例始终在 43%至 49%间浮动。共同基金、股票和其他权益类资产的配置比例在近年来同样变化较小，2022 年共同基金占比约 2%，除股票外的证券占比约 2%，股票和其他权益占比约 18%。剩余家庭资产则由其他资产如保险、养老金产品等类别构成。

表格 5 韩国家庭金融资产配置情况

年份	2008	2010	2012	2014	2016	2018	2020	2022
现金及存款	49%	46%	44%	43%	44%	44%	43%	46%
共同基金份额	8%	6%	4%	4%	3%	3%	2%	2%
股票以外的证券	4%	5%	6%	6%	5%	4%	3%	2%
股票和其他权益	14%	18%	16%	16%	16%	15%	19%	18%
其他	25%	25%	29%	32%	32%	33%	32%	32%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：根据 OECD 数据库《家庭金融资产》数据编制

新加坡：新加坡统计局每季度公布的《家庭部门资产负债表》展示了当地居民家庭资产分布情况<sup>[58]</sup>。本文根据新加坡统计局官网公布的 1998-2022 年年末数据，将当地家庭各类资产配置情况整理汇总如表 3-6。

新加坡家庭金融资产在全部资产中的占比较高，从 1998 年至 2022 年该比例一直在 50% 以上，2018 年和 2022 年金融资产占比更是高达 56%。在金融资产具体类别中，配置比例最高的仍然是现金及存款，2022 年比例约为 34%。新加坡家庭资产配置中另一个重要部分为养老相关资产，包括人寿保险、公积金和养老基金，且公积金占比自 2006 年以来呈提升趋势，2022 年公积金配置比例已达 33%，养老相关资产合计配置比例高达 49%。权益类资产方面，新加坡家庭对非上市股票的偏好逐年下降，而对单位信托及投资基金的偏好有所提高，整体来看权益类资产的配置比例自 2006 年起略微下降，2022 年占比约为 19%，由 7% 的上市股票、2% 的非上市股票和 8% 的单位信托及投资基金构成。

表格 6 新加坡家庭金融资产配置情况

年份	1998	2002	2006	2010	2014	2018	2022
现金及存款	37%	34%	33%	35%	36%	36%	34%
上市股票	6%	6%	10%	12%	10%	7%	7%
非上市股票	16%	11%	7%	5%	3%	3%	2%
单位信托及投资基金	1%	4%	8%	6%	6%	6%	8%
人寿保险	6%	13%	16%	15%	14%	15%	15%
公积金	29%	27%	24%	26%	29%	32%	33%
养老基金	4%	4%	2%	2%	1%	1%	1%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
备注：							
金融资产在全部资产中的占比 (不考虑负债)	51%	50%	56%	51%	54%	56%	56%

数据来源：根据新加坡统计局 1998-2022 年《家庭部门资产负债表》数据编制

### 3. 欧洲地区

欧盟关于家庭资产的数据主要来源于欧洲中央银行进行的家庭金融和消费调查（Household Finance and Consumption Survey，简称 HFCS），具体调研工作由其成员国的家庭金融和消费网络（Household Finance and Consumption Network，简称 HFCN）执行。HFCS 主要针对家庭资产和负债、收入、消费、信贷限制和其他信息进行调查，于 2010 年、2013 年、2017 年和 2021 年共进行了 4 次实地调查，覆盖 23 个欧盟国家，包括中欧（德国、奥地利、匈牙利、捷克、斯洛伐克）、东欧（拉脱维亚、爱沙尼亚、塞浦路斯、立陶宛）、南欧（意大利、西班牙、希腊、葡萄牙、克罗地亚、斯洛文尼亚、马耳他）、西欧（法国、荷兰、比利时、爱尔兰、卢森堡）和北欧（芬兰）<sup>[59]</sup>。由于每次参与调查的国家因实

际情况而有所变动，本文选取参与全部 4 次调查且具有一定样本规模的德国、法国、意大利和芬兰四个国家的数据进行分析。

德国：德国家庭金融资产在全部资产中的占比由 2010 年的 21% 缓慢攀升至 2021 年的 23%。在具体的金融资产类别中，约半数均为存款和债券资产，2021 年存款和债券的配置比例合计达到 47%。养老金及人寿保险也是德国家庭的重要资产，大约占据四分之一的配置比例。值得注意的是，德国家庭近年来对权益类资产的偏好有所增加，尤其是股票的配置比例由 2010 年的 7% 提高至 2021 年的 13%，2021 年股票和共同基金合计配置比例达到 25%，为历年调查中的最高值。

表格 7 德国家庭金融资产配置情况

年份	2010	2013	2017	2021
存款	44%	47%	46%	45%
债券	6%	3%	2%	2%
共同基金	10%	10%	10%	12%
股票	7%	7%	8%	13%
养老金及人寿保险	27%	24%	25%	23%
其他	6%	9%	7%	6%
合计	100%	100%	100%	100%
备注：				
金融资产在全部资产中的占比（不考虑负债）	21%	22%	22%	23%

数据来源：根据欧洲中央银行《家庭金融和消费调查（HFCS）》数据编制

法国：法国家庭金融资产占比同样变化幅度较小，四次调查结果均维持在 20% 左右。在具体金融资产类别中，存款的配置比例有持续上升的趋势，2021 年存款占比已经达到 42%。与之相反的是，股票和共同基金的配置比例却呈下降趋势，股票和共同基金在 2010

年的合计占比为 18%，而在 2013 年、2017 年和 2021 年的三次调查中合计占比均为 13%。

除此之外，法国家庭对养老相关资产的关注度较高，2021 年养老金及人寿保险的配置比例约为 38%。

表格 8 法国家庭金融资产配置情况

年份	2010	2013	2017	2021
存款	34%	36%	38%	42%
债券	1%	1%	1%	1%
共同基金	6%	4%	5%	5%
股票	12%	9%	8%	8%
养老金及人寿保险	39%	39%	40%	38%
其他	8%	10%	9%	5%
合计	100%	100%	100%	100%
备注：				
金融资产在全部资产中的占比（不考虑负债）	19%	19%	20%	20%

数据来源：根据欧洲中央银行《家庭金融和消费调查（HFCS）》数据编制

意大利：意大利家庭金融资产占比在四次调查中呈明显的上升趋势。2010 年 HFCS 调查中，全部地区的平均金融资产占比为 17%，而意大利仅为 10%，二者差距显著；而 2021 年调查中，全部地区的平均金融资产占比为 20%，意大利为 19%，二者几乎持平。在具体金融资产类别中，与前述两个欧洲国家略有不同的是，意大利的家庭对债券资产配置比例相对较高，在 2010 年、2013 年和 2017 年三次调查中，其存款和债券的合计配置比例均达到 69%，但在 2021 年大幅下降至 53%。权益类资产配置比例则相对稳定，四次调查中股票和共同基金合计占比在 15%至 16%间浮动。

表格 9 意大利家庭金融资产配置情况

年份	2010	2013	2017	2021
存款	48%	48%	52%	42%
债券	21%	21%	17%	11%
共同基金	10%	13%	11%	11%
股票	5%	3%	4%	4%
养老金及人寿保险	7%	7%	7%	8%
其他	10%	8%	8%	24%
合计	100%	100%	100%	100%
备注：				
金融资产在全部资产中的占比（不考虑负债）	10%	11%	13%	19%

数据来源：根据欧洲中央银行《家庭金融和消费调查（HFCS）》数据编制

芬兰：芬兰家庭金融资产占比同样呈明显上升趋势，由 2010 年的 15% 增长至 2021 年的 23%。在具体金融资产类别中，芬兰家庭的存款配置比例逐步下降，2021 年存款占比为 40%。权益类资产配置比例变化幅度较小，股票占比由 2010 年的 25% 小幅下降至 2021 年的 13%，共同基金占比则稳定在 14% 至 16% 间浮动。2021 年股票和共同基金合计占比为 37%，可见芬兰家庭对权益类资产偏好相对较高。

表格 10 芬兰家庭金融资产配置情况

年份	2010	2013	2017	2021
存款	50%	48%	41%	40%
债券	1%	1%	1%	1%
共同基金	16%	14%	14%	16%
股票	25%	24%	23%	21%
养老金及人寿保险	9%	7%	16%	13%
其他	0%	6%	6%	10%
合计	100%	100%	100%	100%
备注：				
金融资产在全部资产中的占比（不考虑负债）	15%	17%	21%	23%

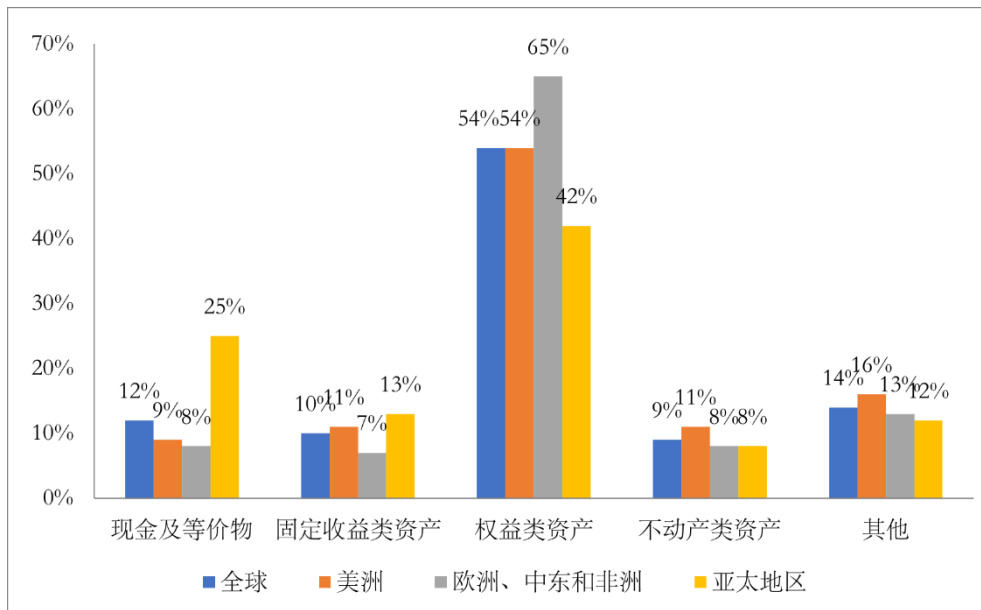
数据来源：根据欧洲中央银行《家庭金融和消费调查（HFCS）》数据编制

### 3.2.2 国外高净值人群资产配置

高盛投资公司于 2021 年调研了来自美洲、EMEA 地区（欧洲、中东、非洲）以及亚太地区的 166 位家族办公室决策者，以研究全球高净值人群的投资策略和现状<sup>[60]</sup>。基于此发布的《家族办公室投资洞察》报告显示，全球受访者平均资产配置中，现金类资产占比约 12%，固收类资产占比约 10%，权益类资产占比约 54%，不动产类资产占比约 9%，剩余 14% 为金融衍生品、私人信贷和大宗商品等资产。来自美洲的受访者配置结构与全球结果类似，但现金及等价物的配置比例相对更低。欧洲、中东和非洲地区受访者的现金类资产和固收类资产占比更低，分别为 8% 和 7%，但权益类资产占比高达 65%，主要原因为公开市场股票的配置比例较高，占到整个投资组合 36% 的份额。而亚太地区受访者平均资产配置中，现金类资产占比高达 25%，超过全球平均值一倍有余；固收类资产占比同样较高，约为 13%；

权益类资产占比仅为 42%，由 23%的公开市场股票和 19%的私募股权构成，权益类资产配置占比显著低于其他地区。

对于未来 12 个月的资产配置计划，报告称 48%的受访者预计将增加对公开市场股票的配置，41%的受访者预计将增加对私募股权的配置，即进一步增加对权益类资产的关注。与此同时，39%的受访者预计将继续增加固收类资产的配置，而这一点在亚太地区受访者中尤为明显，占比高达 56%。



图表 2 全球高净值人群资产配置

数据来源：根据 Goldman Sachs-Family Office Investment Insights 数据整理

### 3.3 国际比较

为了更直观地比较各国家庭资产配置结构，本文对上节中阐述的各国调研数据进行整理汇总后呈现如下表。

美国作为最为成熟的金融市场之一，家庭金融资产占比达到 42.4%。新加坡作为亚洲最重要的金融枢纽之一，金融资产同样占据家庭资产的重要地位，占比高达 56.5%。另外，

同样位于亚洲的发达国家日本和韩国的金融资产占比也处于较高水平，日本家庭有 38.9%、韩国家庭有 35.6% 的财富分配于金融资产。欧洲各国家庭资产配置结构较相似，金融资产占比在 20% 上下浮动，本文统计的四个国家中金融资产占比最高的是芬兰，为 23.3%，占比最低的是意大利，为 18.7%。相比之下，在有形资产和金融资产之间的匹配结构上，中国与其他国家之间的差别明显，中国家庭金融资产占比仅为 12.7%，低于欧洲各国，与韩国、日本、新加坡等亚洲发达国家以及美国的差距则更大。诚然，居民家庭资产结构与各国国情、经济发展阶段等因素息息相关，但中国家庭财富过于集中在以房产为主的非金融资产，在房地产市场过于饱和的大背景下必然意味着更大的风险，需要引起更多家庭的关注和警惕。

表格 11 家庭资产配置结构的跨国比较

国家	年份	数据来源	金融资产	非金融资产
中国	2019	中国家庭金融调查（CHFS）	12.7%	87.3%
美国	2022	消费者金融调查（SCF）	42.4%	57.6%
亚洲				
日本	2019	全国家庭收支及财富调查	38.9%	61.1%
韩国	2021	韩国金融投资协会调查	35.6%	64.4%
新加坡	2022	新加坡统计局《家庭部门资产负债表》	56.5%	43.5%
欧洲				
德国	2021	家庭金融和消费调查（HFCS）	22.5%	77.5%
法国	2021	家庭金融和消费调查（HFCS）	20.2%	79.8%
意大利	2021	家庭金融和消费调查（HFCS）	18.7%	81.3%
芬兰	2021	家庭金融和消费调查（HFCS）	23.3%	76.7%

数据来源：作者整理

在金融资产的跨类别配置方面，各国家庭的产品选择和配置结构也不尽相同。在中国家庭的金融资产中，现金类资产占主导地位，占比为 58.8%，高于本文统计中的大部分国家。美国家庭现金类资产配置显著较低，仅为 14.0%；欧洲各国家庭现金类资产配置比例位于 40%至 45%之间；亚洲各国则展现了更多差异性，新加坡现金类资产占比较低，为 34.5%，日本占比较高，为 63.6%。中国家庭固收类资产配置比例较高，为 18.5%，而权益类资产占比仅为 6.9%，这一分布与其他国家有着明显差异。美国家庭基于对股票和共同基金的偏好，权益类资产配置比例达到 38.6%，而固收类资产配置比例仅为 2.1%。欧洲各国固收类资产配置比例也较低，除了意大利固收类资产占比达到 11.1%外，其他三个国家固收类资产占比都在 3%以下，而权益类资产占比都在 13%以上，芬兰权益类资产占比甚至达到 36.7%。亚洲各国未统计固收类资产，权益类资产占比均在 16%以上，其中占比最高的是韩国，为 22.2%。中国家庭权益类资产在金融资产中的占比明显低于其他国家，考虑到中国家庭仅有 12.7%的财富在金融资产上，实际上中国家庭权益类资产在全部资产中的占比差距更为巨大，权益类资产配置严重不足。

表格 12 家庭金融资产配置结构的跨国比较

国家	年份	数据来源	现金类 资产	固收类 资产	权益类 资产	养老金 及保险 类资产	其他
中国	2017	中国家庭金融调查 (CHFS)	58.8%	18.5%	6.9%	-	15.8%
美国	2022	消费者金融调查 (SCF)	14.0%	2.1%	38.6%	37.9%	7.4%
亚洲							
日本	2019	全国家庭收支及财富调 查	63.6%	-	16.0%	19.0%	1.4%
韩国	2021	OECD《家庭金融资产 表》	45.9%	-	22.2%	-	31.9%
新加坡	2022	新加坡统计局《家庭部 门资产负债表》	34.5%	-	16.7%	48.9%	0.0%
欧洲							
德国	2021	家庭金融和消费调查 (HFCS)	44.5%	2.2%	24.7%	22.7%	5.9%
法国	2021	家庭金融和消费调查 (HFCS)	42.0%	0.6%	13.7%	38.3%	5.4%
意大利	2021	家庭金融和消费调查 (HFCS)	42.1%	11.1%	14.9%	7.8%	24.1%
芬兰	2021	家庭金融和消费调查 (HFCS)	40.0%	0.5%	36.7%	13.0%	9.8%

数据来源：作者整理

相比家庭金融资产分布情况，中国高净值人群的金融资产配置结构更为均衡。但从国际视角来看，中国高净值人群的现金类资产和固收类资产合计占比达到 56%，即使与投资

风格较为保守的整个亚太地区相比仍然偏高。在当前固定收益类资产利率持续走低的形势下，权益类资产能够为投资者提供经济增长所带来的长期回报，是资产配置中的重要环节。但由于资产过于集中在低收益金融产品中，中国高净值人群对权益类资产的关注度较低，配置比例仅为 29%，而全球平均配置比例为 54%，欧洲、中东和非洲高净值人群的权益类资产占比甚至达到 65%。

表格 13 高净值人群金融资产配置结构的跨国比较

国家	年份	数据来源	现金类 资产	固定收益 类资产	权益类 资产	不动产 类资产	其 他
中国	2023	招商银行 《2023 中国私人 人财富报告》	28%	27%	29%	10%	6%
全球	2021	高盛投资公司 《家族办公室 投资洞察》	12%	10%	54%	9%	14%
亚太地区			25%	13%	42%	8%	12%
美洲			9%	11%	54%	11%	16%
欧洲、中东 和非洲			8%	7%	65%	8%	13%

数据来源：作者整理

总体而言，中国家庭资产配置中金融资产占比明显偏低，所选择的金融资产类别又以现金类资产和固收类资产等低风险品类为主。过去，中国金融市场长期维持着较高的无风险收益率，低风险产品的回报就能够满足居民的收益要求。然而，随着各类政策利率和市场利率的下调，较低的利率甚至难以覆盖通货膨胀对家庭财富的损耗，因此，家庭投资观念和资产配置结构亦需顺应趋势进行调整。一方面，随着房产需求的饱和及调控政策的遏制，房产无损失变现能力下降。有必要改变以房产为核心的资产配置结构，推动家庭资产

从房地产市场向金融市场流动。另一方面，过于依赖单一的金融资产类别不仅不利于家庭平衡资产风险，而且难以实现保值增值。通过适度提高对权益类资产的配置比例，实现更合理、更多样化的布局，家庭能够更好地抵御通货膨胀带来的财富损耗，在有效降低整体资产组合风险水平额度同时实现更稳健的资产增值。

## 四、实证研究

### 4.1 研究方法

通过问卷调查获取客户背景信息、投资背景、投资目标与期望及资产配置情况等相关数据，通过多因子回归分析和描述性统计分析研究影响客户资产配置中权益资产配置比例的影响因素。

#### 4.1.1 研究对象

以上海市四川商会的高净值客户为主，并兼顾包括中欧商学院校友在内的其他高净值人群，合计发放问卷 270 份，其中净资产规模在 500 万人民币以上的有效问卷 231 份，样本量较为充足。

#### 4.1.2 问卷设计

根据前文阐述的资产配置理论及影响因素研究，本文提出以下研究假设：

首先，根据生命周期理论，个体和家庭的风险偏好和投资目标会随着时间的推移而变化，资产结构与其所处的生命周期阶段有关。问卷中将调查受访者的年龄、风险偏好和投资目标，以考察资产配置行为与生命周期的关联性。

其次，根据行为金融理论，非理性的心理因素可能会影响个体和家庭的资产配置结构，如过度自信、熟悉度偏差和社会证明偏误等。问卷中将调查受访者的职业、信息渠道、教育背景和宏观预期，以考察心理因素是否会在一定程度上影响投资者的资产配置行为。

最后，根据现有的家庭资产配置研究，人口统计学特征、经济金融特征和社会学特征等方面可能影响投资者的资产选择。问卷中将调查受访者的个人背景、资产规模、社会互动等信息，以进一步研究以上特征在高净值人群权益类资产配置中的影响。

综上，本文问卷设计共涵盖 4 大类问题：

第一类为客户背景信息，包括年龄、性别和职业。

第二类为个人投资背景，包括投资年份、财富来源、净资产规模、信息渠道、教育背景和金融教育背景。

第三类为投资目标与期望，包括投资目的、投资周期、预期收益率、风险偏好和可承受投资损失。

第四类为资产配置情况，包括资产配置中权益资产配置比例、权益类投资方式和宏观经济预期。

#### 4.1.3 问卷样本情况说明

由问卷调研数据可知，受访者多为在上海工作创业的四川籍贯人群，该人群的高净值人群中，以 31-60 岁的中青年为主，男性比例偏高，职业主要集中在一代创富者/企业家、董监高/职业经理人和律师、医生、金融从业者等专业人士，普遍具有较高学历与较长时间的投资经验。

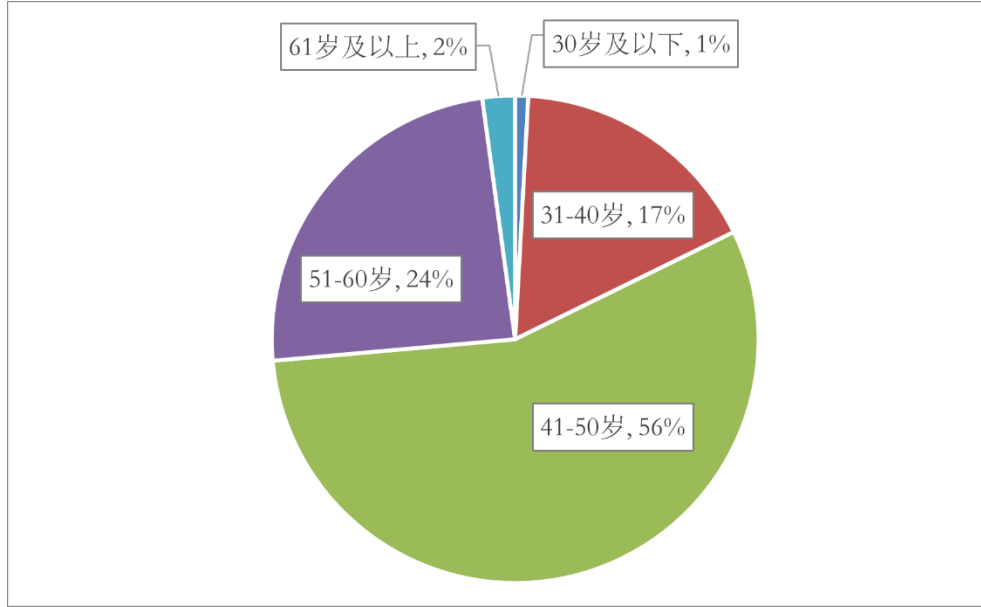
主要信息如下：

##### 1. 性别

客户男女性别比例为 78%：22%，受访者多为在上海工作创业的四川籍贯人群，该人群的高净值人群中，男性比例偏高。

##### 2. 年龄

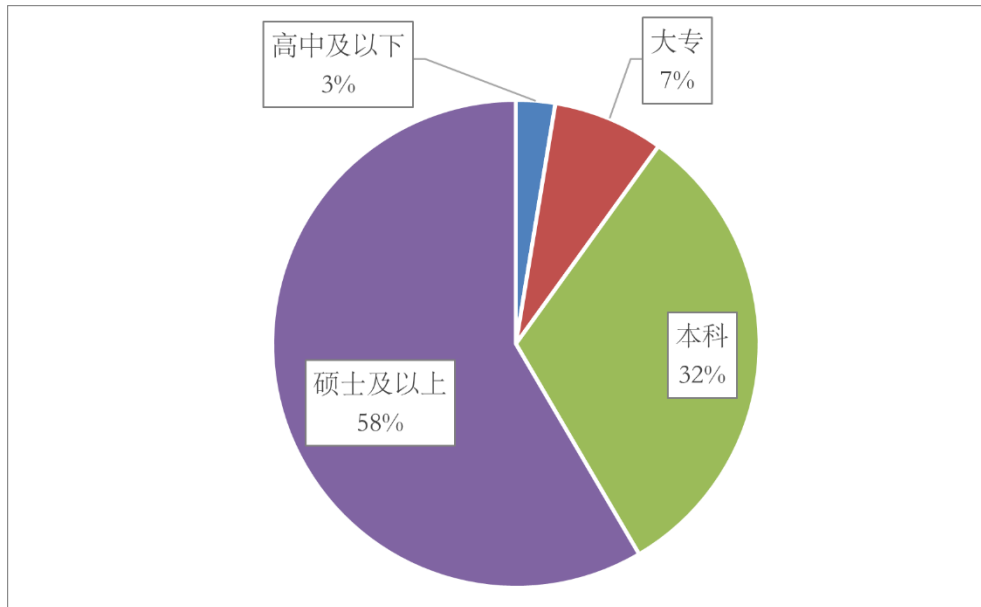
客户在年龄分布上，以 31-60 岁的中青年为主，占比合计 97%。具体来看，30 岁及以下、31-40 岁、41-50 岁、51-60 岁及 61 岁及以上占比分别为 1%、17%、56%、24%和 2%。



图表 3 受访人群年龄分布

### 3. 学历

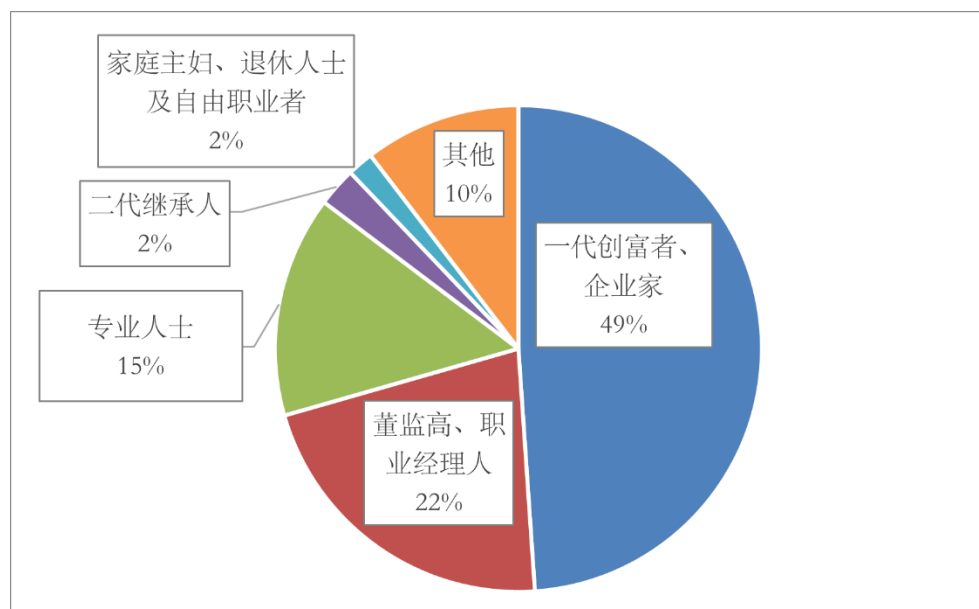
客户学历分布上，受访人群以高学历人群为主，本科及以上学历占比达 90%。具体来看，高中及以下、大专、本科、硕士及以上占比分别为 3%、7%、32%和 58%。



图表 4 受访人群学历分布

#### 4. 职业

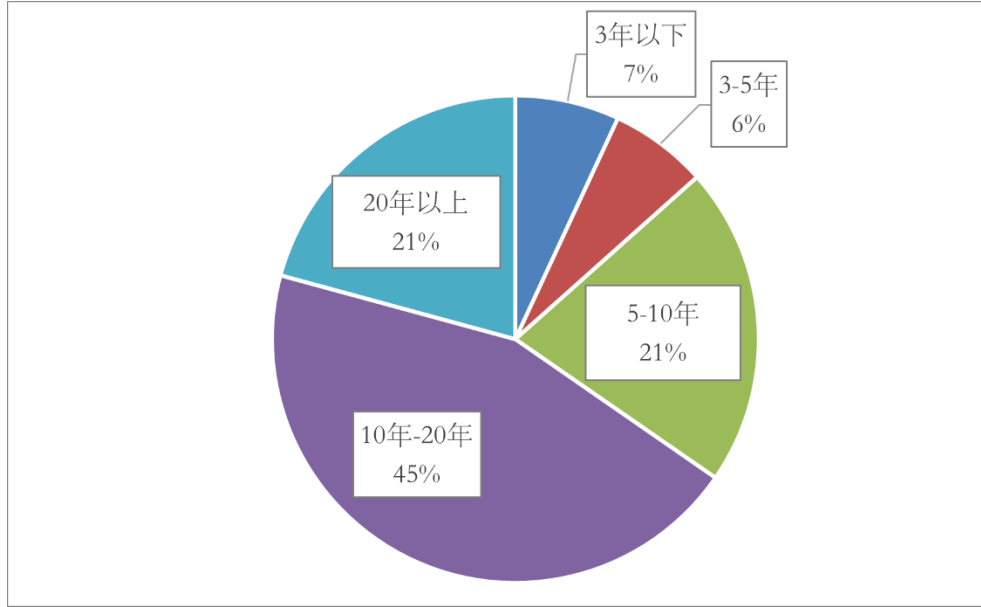
客户职业分布上，受访人群以一代创富者/企业家、董监高/职业经理人和律师、医生、金融从业者等专业人士为主，这三类人群合计占比达 86%。具体来看，一代创富者/企业家、董监高/职业经理人、专业人士（律师、医生、金融从业者等）、二代继承人、家庭主妇/退休人士/自由职业者及其他占比分别为 49%、22%、15%、2%、2%和 10%。



图表 5 受访人群职业分布

#### 5. 投资经验

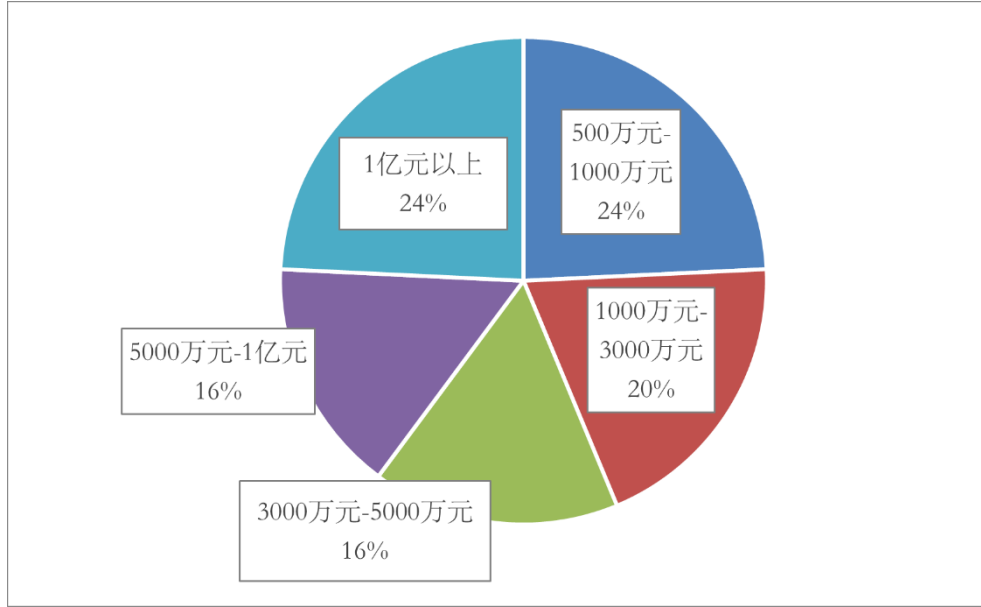
从投资经验来看，受访者普遍具有较长时间的投资经验，有 87%的受访者都有超过 5 年的投资经验。具体来看，投资经验在 3 年以下、3-5 年、5-10 年、10-20 年和 20 年以上占比分别为 7%、6%、21%、45%和 21%。



图表 6 受访人群投资经验分布

## 6. 净资产规模

从净资产规模来看，受访人群净资产规模分布均匀，调研结果对整个高净值人群不同资产规模的人群覆盖面良好，资产规模在 500 万元-1000 万元、1000 万元-3000 万元、3000 万元-5000 万元、5000 万元-1 亿元、一亿元以上的人群分别占比 24%、20%、16%、16%和 24%。



图表 7 受访人群净资产规模分布

## 4.2 多因子回归模型

投资者在权益类资产的配置比例影响因素，主要分为个人投资背景与投资期望两大类，此外我们预期投资者对经济发展的预期也会影响投资者在权益类资产的配置占比，具体指标选择则相差较大。

### 4.2.1 模型一：个人投资背景多因子回归模型

#### 1. 变量选择

个人投资背景因变量选定为投资经验年限、年龄、教育背景、净资产规模、金融学背景、决策专业度共 6 个指标，选取这些指标的主要原因在于：第一、投资者投资年限可能影响投资者权益类资产配置比例，如随着经验增加，投资者对权益类资产配置比例的信心和风险承受程度可能增加，投资者更倾向于增加权益类资产配置；第二，投资者年龄可能影响投资者权益类资产配置比例，如随着年龄的增长，投资者追求更为保守和稳健的资产配置，投资者倾向于降低权益类资产配置比例；第三，投资者教育背景可能影响投资者权

益类资产配置比例，如学历较高的投资者可能更倾向于进行深入的财务分析和风险管理，可能更具信心并有能力增加权益类资产配置；第四，净资产规模可能影响投资者权益类资产配置比例，如基于马斯洛需求理论，在满足基本生存需求后，较大的净资产规模可能使投资者更倾向于追求长期增值，增加权益类资产配置以实现财务安全和自我实现的需求；第五，投资者金融学背景可能影响投资者权益类资产配置比例，如对金融了解更深，对权益类资产更熟悉的投资者可能更具信心并有更多的资源增加权益类资产配置；第六，投资决策专业度可能影响投资者权益类资产配置比例，如投资者进行投资决策的主要判断依据来自于亲朋好友推荐或自身研究与判断时可能更为谨慎，而基于金融机构建议（银行、证券公司、第三方理财公司等）甚至专属投资顾问或投资服务平台（如家族办公室）或使其拥有更好的专业知识与信心投资权益类资产配置。

表格 14 个人投资背景回归模型变量选取及说明

指标	变量名	评分设置
个人 投资 背景	R <sub>1</sub>	3 年以下——1 分； 3-5 年——2 分； 5-10 年——3 分； 10-20 年——4 分； 20 年以上——5 分。
年龄	R <sub>2</sub>	年龄（整数）
教育背景	R <sub>3</sub>	高中及以下——1 分； 大专——2 分； 本科——3 分； 硕士及以上——4 分。
净资产规 模	R <sub>4</sub>	500 万元-1000 万元——1 分； 1000 万元-3000 万元——2 分； 3000 万元-5000 万元——3 分； 5000 万元-1 亿元——4 分； 1 亿元以上——5 分。
金融学 背景	R <sub>5</sub>	无相关背景——1 分； 参加过相关非学历培训——2 分； 有本科、硕士、博士、MBA 等教育经历——3 分。
决策专业 度	R <sub>6</sub>	亲朋好友推荐——1 分； 自身的研究与判断——2 分； 金融机构建议（银行、证券公司、第三方理财公司等）—— 3 分； 专属投资顾问或投资服务平台（如家族办公室）——4 分。

## 2. 模型设定

根据分析假设认为权益类资产配置比例受到投资者投资经验、年龄、教育背景、净资产规模、金融学背景、决策专业度等个人投资背景影响，建立多因子模型对假设进行验证，设定模型一为：

$$Y=\alpha_1+\beta_1R_1+\beta_2R_2+\beta_3R_3+\beta_4R_4+\beta_5R_5+\beta_6R_6$$

其中，Y 为权益类资产配置比例； $\alpha_1$  为误差值； $\beta_1$  为投资者投资经验年限的回归系数； $\beta_2$  为投资者年龄的回归系数； $\beta_3$  为投资者教育背景的回归系数； $\beta_4$  为投资者净资产规模的回归系数； $\beta_5$  为投资者金融学背景的回归系数； $\beta_6$  为投资者决策专业度的回归系数，对系数进行模拟回归，得到结果如下：

表格 15 个人投资背景模型回归结果

回归统计	
Multiple R	0.3620452
R Square	0.1310767
Adjusted R Square	0.107802
标准误差	0.1981155
观测值	231

方差分析

51

	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	6	1.3262608	0.2210435	5.6317181	1.823E-05
残差	224	8.7919418	0.0392497		
总计	230	10.118203			

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
Intercept	-0.059204	0.0801657	-0.738526	0.4609678	-0.21718	0.0987709	-0.21718	0.0987709
X Variable 1	0.0207229	0.0127807	1.6214183	0.1063347	-0.004463	0.0459086	-0.004463	0.0459086
X Variable 2	-0.000252	0.0004347	-0.579976	0.5625139	-0.001109	0.0006045	-0.001109	0.0006045

X Variable 3	0.0554038	0.0198137	2.7962407	***0.0056193	0.0163587	0.0944488	0.0163587	0.0944488
X Variable 4	0.014545	0.0092408	1.5739873	0.1169017	-0.003665	0.0327551	-0.003665	0.0327551
X Variable 5	0.0283542	0.017568	1.6139704	0.1079416	-0.006265	0.0629738	-0.006265	0.0629738
X Variable 6	-0.038163	0.0186197	-2.049605	**0.041568	-0.074855	-0.001471	-0.074855	-0.001471

---

回归结果 P-value: \*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $0.01 < p < 0.05$ , \* $0.05 < p < 0.1$

### 3. 结果解读

从个人投资背景模型的回归结果可知，变量  $R_3$  教育背景评分和  $R_6$  投资决策专业度的  $p$  值小于 0.01，结果非常显著，说明权益类资产配置比例与这两个因素有着很强的相关关系；变量  $R_2$  投资者年龄的  $p$  值大于 0.15，没有通过显著性检验，说明权益类资产配置比例和该变量相关性不大。

#### $R_1$ : 投资者投资经验年限

在问卷中将投资者投资经验年限按 3 年以下、3 到 5 年、5 到 10 年、10 到 20 年和 20 年以上分别赋予 1 到 5 分的评分。显著性检验的  $p$  值为 0.11，结果边际显著，回归系数为 0.02，说明投资者投资年限与其权益类资产配置比例成一定正相关关系，可以推测投资者投资经验年限越长，投资者对配置权益类资产的信心和风险承受程度可能增加，其在权益类资产的配置比例越高。

#### $R_2$ : 投资者年龄

投资者年龄的  $p$  值为 0.56，没有通过显著性检验，说明权益类资产配置比例和投资者年龄的关系从统计学意义来看相关性不大，没有明显的线性关系，本文将在描述性统计 4.3.2 中进一步分析投资者年龄与其权益类资产配置比例的关系。

#### $R_3$ : 教育背景

在问卷中将教育背景从高中及以下、大专、本科、硕士及以上分别赋予 1-4 分的评分，回归结果中教育背景评分显著性检验的  $p$  值为 0.006，回归系数 0.055，说明投资者受教育背景与其在权益类资产配置的比例正相关，即受教育程度越高，投资者可能更倾向于进行深入的财务分析和风险管理，更具信心并有能力增加权益类资产配置，因此其在权益类

资产配置的比例越高，该结果也与行为金融学中的“熟悉度偏差（Familiarity bias）”<sup>1</sup>相吻合，即有更多研究背景的人，更自信于自己的研究分析能力，会有更多的资产配置在权益类资产上。

#### R<sub>4</sub>: 净资产规模

将问卷中净资产规模从 500 万元-1000 万元、1000 万元-3000 万元、3000 万元-5000 万元、5000 万元-1 亿元和 1 亿元以上分别赋予 1-5 分的评分，显著性检验的 p 值为 0.12，结果边际显著，回归系数为 0.01，说明净资产规模与其权益类资产配置比例成一定正相关关系，可以推测净资产规模越大，投资者在权益类资产的配置的相对比例越高。该结果符合马斯洛需求理论<sup>2</sup>，在满足基本生存需求后，较大的净资产规模可能使投资者更倾向于追求长期增值，增加权益类资产配置以实现财务安全和自我实现的需求。

#### R<sub>5</sub>: 金融学背景

将问卷中投资者金融学背景无相关背景、参加过相关非学历培训、有本科、硕士、博士、MBA 等教育经历分别赋予 1-3 分的评分，显著性检验的 p 值为 0.11，结果边际显著，回归系数为 0.03，说明投资者金融学背景与其权益类资产配置比例成一定正相关关系，金融学背景越深，权益类资产配置越高。描述性统计 4.3.7 将进一步分析不同金融学背景人群在大类资产配置分布差异。

#### R<sub>6</sub>: 投资决策专业度

---

<sup>1</sup> 熟悉度偏差（Familiarity bias）：指投资者对熟悉或者非常了解的投资有一种偏好，即使多样化投资有明显的收益，投资者仍会选择前者。投资者会对多样化投资感到不安，比如了解的国内证券和不太了解的国际证券，以及熟悉的、不熟悉的或者超出他或者她舒适区的股票和债券。这种偏见会导致次优的投资组合以及更大的损失风险。

<sup>2</sup> 马斯洛需求层次理论：亚伯拉罕·马斯洛于 1943 年提出，其基本内容是将人的需求从低到高依次分为生理需求、安全需求、社交需求、尊重需求和自我实现需求五种需求。

在问卷中将投资决策专业度从亲朋好友推荐、自身的研究与判断、金融机构推荐、专属投资顾问或投资服务平台（如家族办公室）分别赋予 1-4 分的评分，回归结果中投资决策专业度评分 P 值 0.042，回归系数-0.04，说明投资决策专业度评分与其在权益类资产配置的比例负相关，越靠自身研究与亲朋好友推荐投资的散户，在权益类资产配置的比例越高，此种现象将在后文的描述性统计 4.3.5 中进行进一步分析。

#### 4.2.2 模型二：投资期望多因子回归模型

##### 1. 变量选择

投资因变量选定为平均投资周期、投资目的、投资期望收益、可接受最大损失共 4 个指标。选取这些指标的主要原因在于：第一、投资者资产的平均投资周期可能影响投资者权益类资产配置比例，如投资周期越长，投资者对资金流动性的需求越低，对权益类资产配置比例的风险承受程度可能增加，更可能增加权益类资产配置；第二，投资者投资目标可能影响投资者权益类资产配置比例，如投资者对于保住本金的需求越强烈，则越会降低权益类资产配置比例；第三，投资者投资期望可能影响投资者权益类资产配置比例，如投资者期望收益率越高，则越会降低其在固定收益等收益率较低的资产配置比例，增加权益类资产配置；第四，受年龄、性别、生命周期、历史投资损失等因素影响，不同投资者投资可接受最大损失不同，可能影响投资者权益类资产配置比例，如投资者正处于需要子女教育等刚性需求时，可接受的最大损失较低，则越会降低其在权益类资产配置比例，更多投资本金安全性较高的产品。

表格 16 投资期望回归模型变量选取及说明

指标	变量名	评分设置	
投	平均投资周期	$S_1$	$\Sigma(\text{投资周期} \times \text{该周期资产投资比例})$
资	投资目的	$S_2$	厌恶风险，不接受本金损失，只希望资产保值——1分；
期			尽可能保证本金安全，不在乎收益率比较低——2分；
望			产生较多的收益，可以承担一定的投资风险——3分；
			实现资产大幅增长，愿意承担很大的投资风险——4分。
	投资期望收益	$S_3$	投资期望收益率
	可接受最大损失	$S_4$	可接受最大损失占本金的比例

## 2. 模型设定

根据分析假设认为权益类资产配置比例受到投资者平均投资周期、投资目的、投资期望收益、可接受最大损失等因素影响，建立多因子回归模型对假设进行验证，设定模型二为：

$$Y = \alpha_2 + \gamma_1 S_1 + \gamma_2 S_2 + \gamma_3 S_3 + \gamma_4 S_4$$

其中，Y 为权益类资产配置比例； $\alpha_1$  为误差值； $\gamma_1$  为投资者平均投资周期的回归系数； $\gamma_2$  为投资目的的回归系数； $\gamma_3$  为投资期望收益的回归系数； $\gamma_4$  为投资者可接受最大损失的回归系数对系数进行模拟回归，得到结果如下：

表格 17 投资期望模型回归结果

回归统计					
Multiple R	0.393026934				
R Square	0.154470171				
Adjusted R Square	0.139505041				
标准误差	0.194563752				
观测值	231				
方差分析					
	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	4	1.562960483	0.390740121	10.3220068	1.07569E-07
残差	226	8.555242115	0.037855054		
总计	230	10.1182026			
	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	
Intercept	0.100547345	0.055489565	1.812004541	0.071312727	
X Variable 1	-0.00922849	0.003914686	-2.35740276	**0.019257151	
X Variable 2	0.027850281	0.021184544	1.314650963	0.189959763	
X Variable 3	0.525616852	0.176213798	2.982835953	***0.003169183	
X Variable 4	0.197474849	0.081552999	2.421429629	**0.016248432	
	Lower 95%	Upper 95%	下限 95.0%		
Intercept	-0.00879575	0.209890435	-0.00879575		
X Variable 1	-0.01694244	-0.00151454	-0.01694244		
X Variable 2	-0.01389421	0.069594769	-0.01389421		
X Variable 3	0.178384701	0.872849003	0.178384701		
X Variable 4	0.036773339	0.358176359	0.036773339		

回归结果 P-value: \*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $0.01 < p < 0.05$ , \* $0.05 < p < 0.1$

### 3. 结果解读

从投资者预期模型的回归结果可知，投资者平均投资周期、投资期望收益、可接受最大损失  $p$  值均小于  $0.1$ ，通过显著性检验，与权益类资产配置比例相关性大；变量  $S_2$  投资目的的  $p$  值大于  $0.15$ ，没有通过显著性检验，说明权益类资产配置比例和该变量相关性不大。

#### $S_1$ : 投资者平均投资周期

对问卷中投资者在不同投资期限的占比乘以该投资期限进行加权平均，计算出投资者的平均投资周期  $S_1$ ，投资者平均投资周期年限  $S_1$  的假设性检验得到的  $p$  值为  $0.019$ ，结果非常显著，回归系数  $-0.01$ ，说明或与投资者的时间偏好、投资目标等因素有关，平均投资周期越短的投资者在权益类资产配置比例越高。权益类资产作为流动性相对较高的资产，满足了人们对于一定流动性的需求，且不同权益类资产的细分领域流动性水平各不相同，不同细分领域资产可满足不同的投资年限需求和流动性需求，更能灵活匹配投资者的投资目标期限。如一级市场的股权投资流动性较低，需要匹配更长的投资年限，而二级市场中的股票类资产流动性较高，但股票类资产作为一种波动性较大的资产，虽然二级市场的流动性良好，也建议作为一种长期持有的资产；另一方面，股票类资产中，蓝筹股等交易频繁且股价波动较小的股票流动性更高，一定程度上可以同时满足高流动性和较短目标投资年限的需求。

从追求快速回报角度来看，权益类资产尤其是股票市场虽然具有较高的波动性，但同时也有机会实现相对较高的收益，因此追求快速回报的投资者可能更倾向于配置在这类具

有潜在高回报的权益类资产上。此外，从活跃交易和市场敏感度来看，中国的股票市场存在非常多的短线交易与资金的快进快出，投资周期较短的投资者可能更活跃地参与市场交易，对市场的敏感度较高，他们可能更具备快速做出决策的能力，更容易把握短期市场机会，在这种情况下，他们可能更倾向于在权益类资产中进行频繁的买卖操作，以迎合短期市场波动。

### **S<sub>2</sub>**: 投资者投资目的

在问卷中将投资目的厌恶风险，不接受本金损失，只希望资产保值；产生较多的收益，可以承担一定的投资风险；实现资产大幅增长，愿意承担很大的投资风险分别赋予 1-4 分的评分。投资目的因子得 p 值为 0.19，没有通过显著性检验，表明投资者在权益类资产的配置比例，与其对于本金的损失厌恶度没有统计学上的明确关系。

### **S<sub>3</sub>&S<sub>4</sub>**: 投资期望收益与可接受最大损失

S<sub>3</sub> 投资期望收益率的 p 值为 0.003，结果非常显著，回归系数 0.53；S<sub>4</sub> 可接受最大损失的 p 值为 0.016，结果非常显著，回归系数 0.20。说明对于投资期望收益更高、可接受最大损失更高的投资者来说，权益类资产配置比例越高。

投资者在决定资产配置时通常会考虑风险与回报之间的权衡。权益类资产相较于其他资产类别，例如房地产、固定收益类资产、保险和现金，通常具有更高的预期收益率，但也伴随着更大的波动性和潜在损失。对于那些对承受较大风险并追求更高回报的投资者来说，增加权益类资产的配置比例是一种合理的策略。该结果也是马科维茨有效前沿理论的良好验证，即在相同风险水平下，投资者会选择追求更高预期收益的资产。此外，在某些市场条件下，权益类资产可能表现出更强的增长潜力。如在经济增长阶段，股票市场通常会表现

出较好的表现，从而吸引那些寻求更高回报的投资者。在这种情况下，增加权益类资产的配置比例有助于抓住市场机会，取得更好的收益。

#### 年龄和性别对 $S_4$ 的调节效应

在模型二的基础上，进一步研究投资者年龄和性别是否对  $S_4$  可接受最大损失有一定的调节效应，即投资者年龄和性别对于投资者的风险接受能力（即可接受最大损失）有影响，从而进一步影响投资者在权益类资产的配置比例。做  $Y$  对  $S_4$  和  $M$  年龄、 $N$  性别的回归，得到测定系数  $R_a^2$ ，做  $Y$  对  $S_4$  和  $M$  年龄、 $N$  性别、 $MS_4$ 、 $NS_4$  的回归，得到测定系数  $R_b^2$ ，若  $R_b^2$  显著高于  $R_a^2$ ，则调节效应显著。

设定没有调节效应情况下  $M$  年龄、 $N$  性别和  $S_4$  投资者可接受最大损失与  $Y$  权益类资产分配比例回归模型二（1）为：

$$Y = \alpha_3 + \delta_1 S_4 + \delta_2 M + \delta_3 N$$

其中， $Y$  为权益类资产配置比例； $\alpha_3$  为误差值； $\delta_1$  为可接受最大损失的回归系数； $\delta_2$  为  $M$  年龄的回归系数； $\delta_3$  为  $N$  性别的回归系数，对系数进行模拟回归，得到结果如下：

表格 18 没有调节效应下模型二（1）回归结果

回归统计					
Multiple R	0.274803994				
R Square	0.075517235				
Adjusted R Square	0.063299401				
标准误差	0.202996321				
观测值	231				

方差分析					
	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	3	0.764099	0.254699562	6.180902	0.000469
残差	227	9.354104	0.041207506		
总计	230	10.1182			

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value
Intercept	0.13262482	0.05787	2.291771746	0.022836
X Variable 1	-4.35892E-05	0.000442	-0.098655866	0.921499
X Variable 2	0.006498437	0.033307	0.195109373	0.845482
X Variable 3	0.336616278	0.079895	4.213250378	3.63E-05

	Lower 95%	Upper 95%	下限 95.0%
Intercept	0.018594	0.246656	0.018594
X Variable 1	-0.00091	0.000827	-0.00091
X Variable 2	-0.05913	0.072128	-0.05913
X Variable 3	0.179186	0.494046	0.179186

设定有调节效应情况下，M 年龄、N 性别和  $S_4$  投资者可接受最大损失与 Y 权益类资产分配比例回归模型二（2）为：

$$Y = \alpha_4 + \varepsilon_1 M + \varepsilon_2 N + \varepsilon_3 MS_4 + \varepsilon_4 NS_4$$

其中，Y 为权益类资产配置比例； $\alpha_4$  为误差值； $\varepsilon_1$  为年龄的回归系数； $\varepsilon_2$  为性别的回归系数； $\varepsilon_3$  为年龄与可接受最大损失调节效应的回归系数； $\varepsilon_4$  为性别与可接受最大损失调节效应的回归系数，得到结果如下：

表格 19 有调节效应下模型二（2）回归结果

回归统计					
Multiple R	0.278004618				
R Square	0.077286568				
Adjusted R Square	0.056781825				
标准误差	0.203701322				
观测值	231				
方差分析					
	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	5	0.782001	0.15640023	3.769204413	0.002685512
残差	225	9.336201	0.041494229		
总计	230	10.1182			
	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	
Intercept	0.181143935	0.094386	1.91918418	0.056226103	
X Variable 1	-0.000450386	0.001037	-0.434106861	0.664626821	
X Variable 2	-0.019919894	0.0624	-0.319231126	0.749847436	
X Variable 3	0.024947262	0.497749	0.050120128	0.960071125	
X Variable 4	0.00374365	0.008739	0.428384088	0.668781308	
X Variable 5	0.127204852	0.247497	0.513964957	0.607780883	

	Lower 95%	Upper 95%	下限 95.0%
Intercept	-0.004849473	0.367137	-0.00485
X Variable 1	-0.002494845	0.001594	-0.00249
X Variable 2	-0.142882257	103042	-0.14288
X Variable 3	-0.955899429	1.005794	-0.9559
X Variable 4	-0.01347711	0.020964	-0.01348
X Variable 5	-0.360503931	0.614914	-0.3605

从回归结果来看，测定系数  $R_b^2$  并没有显著高于  $R_a^2$ ，则调节效应不显著，投资者年龄和性别是否对  $S_4$  可接受最大损失不具有明显的调节效应，即投资者年龄和性别没有通过影响投资者的风险接受能力（即可接受最大损失）进而影响投资者权益类资产配置比例。关于年龄和性别对于投资者权益类资产配置的影响其他相关研究见描述性统计 4.3.2 和 4.3.3。

#### 4.2.3 模型三：经济预期

基于投资组合理论和市场情绪理论，预期经济形势的预期或会对权益类资产比例产生影响，当对经济形势的预期更加积极，投资者会更多的将资产投资于权益类资产；反之当投资者对经济的预期更加负面，则会更多地投资固收类或权益类资产。投资组合理论认为，投资者在构建自己的投资组合时应该考虑不同类型的资产，如股票、债券、现金等，以实现预期的风险和回报平衡。根据经济形势的预期变化，投资者可能会调整其资产配置，以更好地适应市场环境，当经济预期变差，权益类资产获得一定收益所需承受的风险变大，投资者会更多的配置风险较低的现金、固收类资产。市场情绪理论则强调了投资者情绪对市场行为的影响。当投资者对经济形势感到乐观时，市场情绪可能变得积极，导致更多的资金流入股票市场，从而推动股价上涨。相反，如果投资者对经济感到悲观，市场情绪可能会变得谨慎，资金可能更多地流入较为安全的资产，如债券或现金。

因此将在问卷中将预期中国经济短期低迷后迅速回暖、短期低迷后将在中长期逐渐回暖、中长期内回暖可能性较低、持续下行分别赋予 1-4 分的评分，建立一元线性回归模型对假设进行验证，设定模型四为：

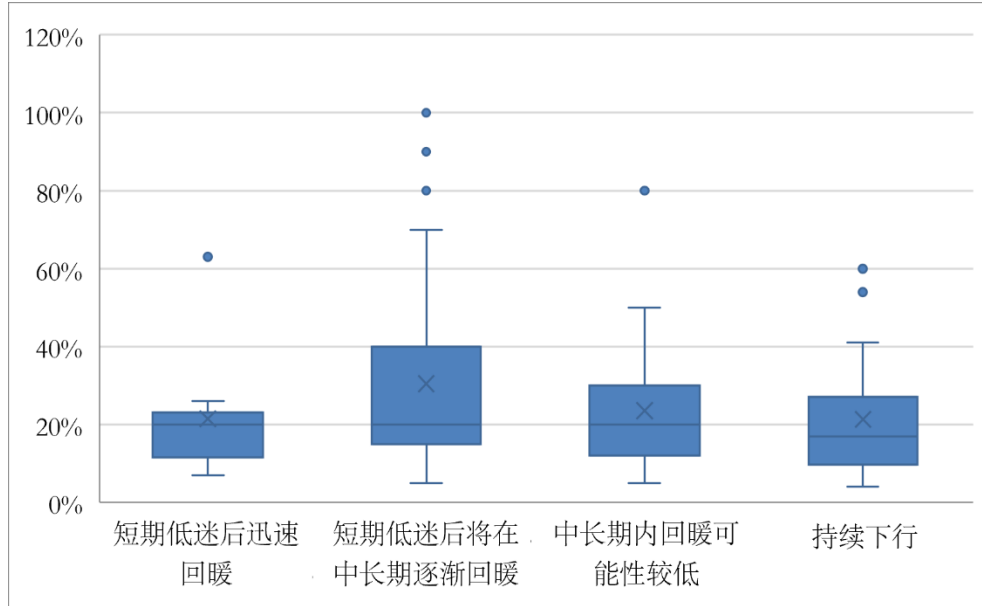
$$Y = \alpha_5 + \zeta X$$

其中，Y 为权益类资产配置比例； $\alpha_5$  为误差值； $\zeta$  为经济预期的回归系数。

表格 20 经济预期模型回归结果

回归统计					
Multiple R	0.0879201				
R Square	0.0077299				
Adjusted R Square	0.0033969				
标准误差	0.2093866				
观测值	231				
方差分析					
	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	1	0.0782131	0.0782131	1.7839455	0.1829915
残差	229	10.03999	0.0438427		
总计	230	10.118203			
	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	
Intercept	0.2876477	0.0448434	6.4144916	8.007E-10	
X Variable 1	-0.023939	0.0179234	-1.335644	0.1829915	
	Lower 95%	Upper 95%	下限 95.0%	上限 95.0%	
Intercept	0.1992892	0.3760061	0.1992892	0.3760061	
X Variable 1	-0.059255	0.0113766	-0.059255	0.0113766	

从回归结果来看， $p$  值为 0.18,没有通过显著性检验，表明投资者对于经济形势的预期与其在权益类资产的配置比例没有明显统计学意义上的关系。



图表 8 不同经济预期人群的权益类资产配置比例箱形图

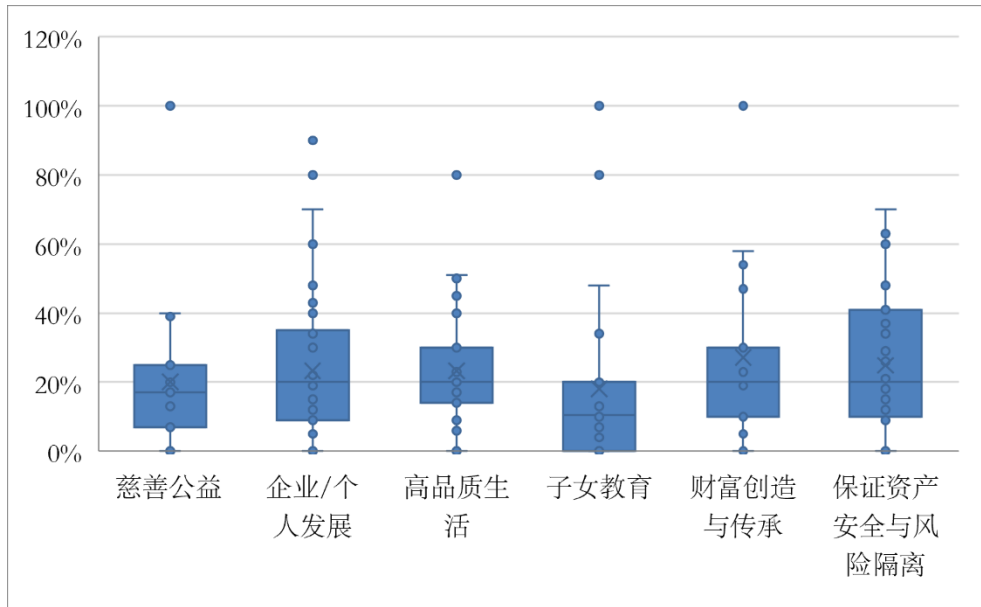
进一步通过不同经济预期人群的权益类资产配置比例箱形图观察，也未发现投资者对于经济形势的预期与其在权益类资产的配置比例有明显关系。这或许可以用行为金融学中的处置效应和后悔理论来解释，即投资者倾向于推迟出售处于亏损状态的股票，同时过早卖掉处于盈利状态的股票的现象，在避免后悔的心理驱动下，人们会采取一些非理性的措施，因而影响了决策过程。

### 4.3 描述性统计分析

#### 4.3.1 不同财富目标人群的权益类资产分配比例

研究发现，首要财富目标为子女教育的人群权益类资产配置比例明显偏低，符合马斯洛需求理论和行为组合理论，投资者的投资计划需先满足更为刚性的基本生存需求后，才会追求更高层级的需求。对于不同层级和心理账户层次的需求，资产需求的流动性和安全

性也不同。而将子女教育作为第一财富目标的人群，对资产有更高的流动性和安全性需求，因此在权益类资产配置比例明显低于其他财富目标人群。相对而言，财富目标为高品质生活、企业/个人发展、财富创造与传承及资产安全与风险隔离为首要投资目标的人群，由于其目标都在行为组合理论中更高层级的心理账户，可接受的风险更高，因此在权益类资产的配置比例明显偏高。

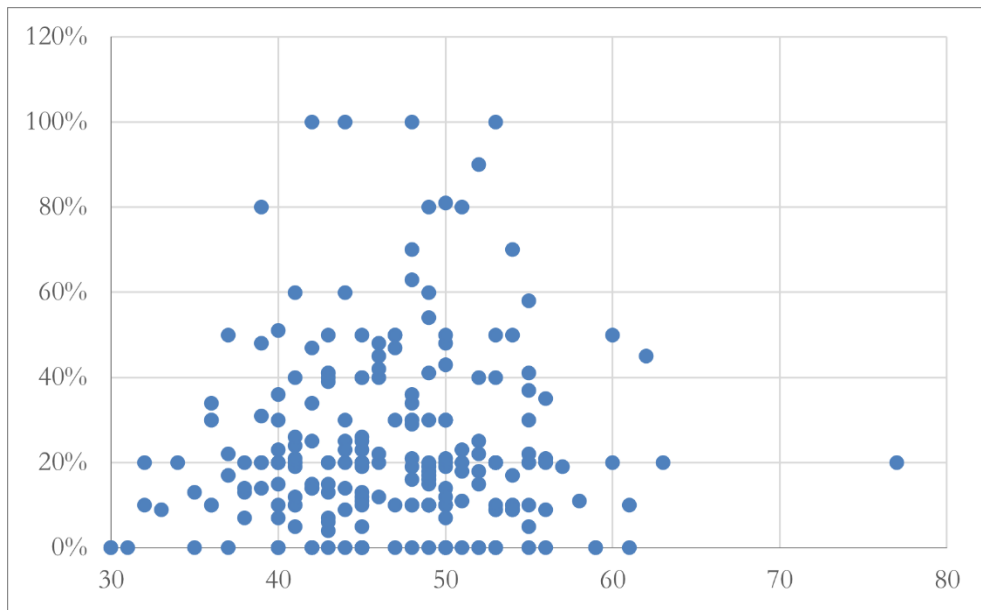


图表 9 不同财富目标人群权益类资产配置比例分布箱形图

#### 4.3.2 不同年龄层次的权益类资产配置比例

从模型一  $R_2$  权益类资产配置比例和投资者年龄的相关性分析可以看出，两者从统计学意义来看相关性不大，进一步从投资者年龄与权益类资产配置比例分布散点图分析，也可以看出两者并无明显的线性相关关系，但高权益类资产占比人群主要集中在 40-55 岁之间，40 岁以下和 55 岁以上人群在权益类资产的配置比例相对较低，与生命周期理论相吻合。生命周期理论认为，个体在不同阶段的生命周期内，会有不同的理财需求和风险偏好，从而影响其资产配置。但对于高净值人群来说，除了在成长期因为较高的人力资本，逐渐增

加风险资产的配置以追求更高的长期回报；在成熟期，与非高净值人群不同的是，由于该人群的净资产规模已超过 500 万元，随着财富的累计与资产的增加，已经能大部分覆盖个体和家庭需要负担的财务责任和家庭责任，已经有较高绝对值的资产配置在自身和家庭的刚性需求部分，风险承受能力进一步增强，无需再降低投资组合的风险水平，增加相对稳定的资产，因此可以看到 40-55 岁之间人群的人群权益类资产比例较高；而在衰老期，但随着个体逐渐接近退休年龄，生命周期理论认为他们的风险承受能力可能减弱，同时疾病等意外事件发生的概率增加，资产配置应确保在退休期间有足够的现金流和资产保障，增加高稳定性和高流动性的资产。会更注重保值和保守的投资策略，以确保在退休生活中有足够的资金支持。

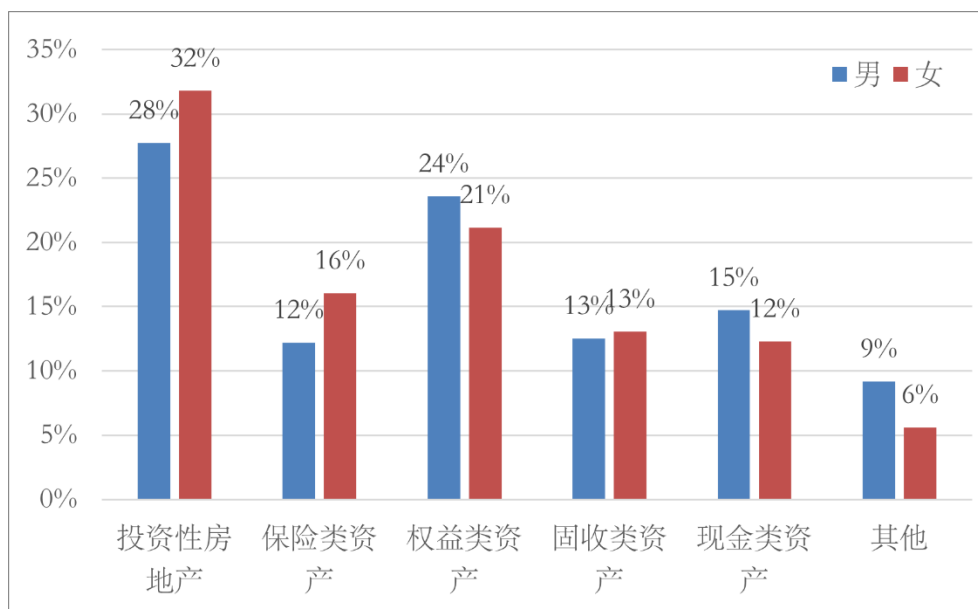


图表 10 投资者年龄与权益类资产配置比例分布散点图

#### 4.3.3 不同性别人群的权益类资产配置比例

通过对被调查群体中不同性别的投资者进行分析，发现了他们在大类资产中的平均配置比例也因性别不同有所差异，男性投资者在权益类资产（如股票等）的配置比例较高，而

女性投资者在投资性房地产、保险类资产的配置比例更高。这种差异可能反映了男性和女性在投资偏好、投资目标和风险承受能力上的差异，也可能源于其对不同资产类别的认知，也可能受到社会和文化因素的影响。投顾平台或可基于这些差异制定更个性化、符合不同性别投资者需求的金融产品和服务，同时也有助于提高投资者对于投资决策的自我意识和理解。

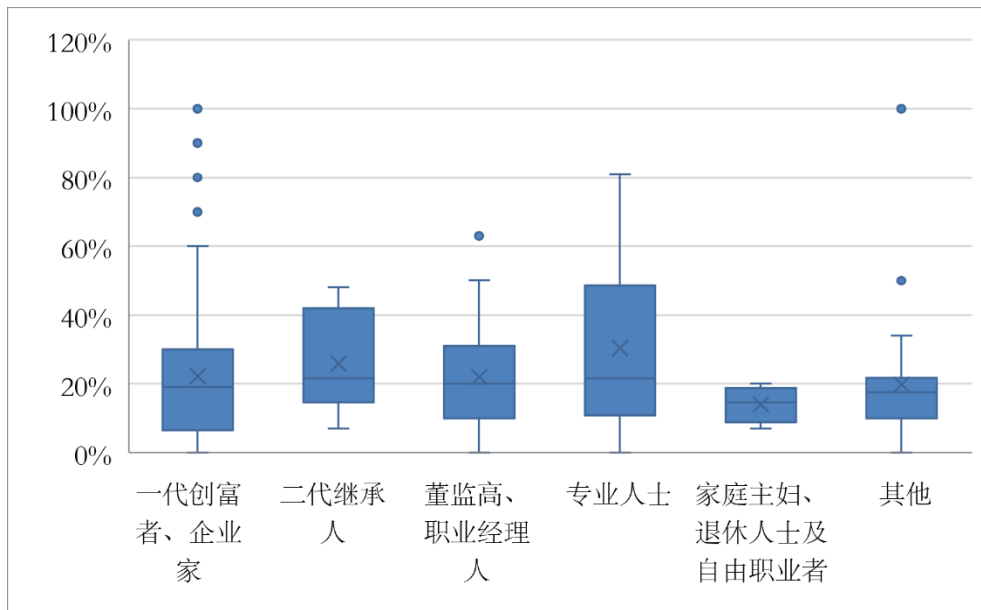


图表 11 投资者性别与大类资产配置比例柱状图

#### 4.3.4 不同职业人群的权益类资产分配比例

从不同职业人群的权益类资产分配比例来看，或受学历、金融专业知识、信息获取渠道等因素影响，包括律师、医生、金融从业者等在内的专业人士在权益类资产的分配比例明显偏高，而家庭主妇、退休人士、自由职业者等人群在权益类资产的分配比例明显偏低。专业人士如律师、医生和金融从业者通常拥有较高的学历和专业知识，这使得他们更容易理解和分析金融市场的信息，从而更有信心和能力进行权益类资产的投资，可能更加熟悉市场运作规律，有更强的风险识别和管理能力，因此会在投资组合中配置更多的权益类资

产。此外，专业人士通常有更便利的信息获取渠道，可能通过专业网络、行业内交流等方式获取到更及时、准确的金融信息。这使得他们能够更灵活地把握市场动向，做出更理性的投资决策，因此更愿意在权益类资产上进行配置。相对而言，家庭主妇、退休人士和自由职业者等人群可能缺乏专业金融知识和便捷的信息获取途径。由于缺乏相关背景和经验，他们可能对权益类资产的理解和接受程度相对较低，更倾向于选择相对稳健的资产配置，例如债券或定期存款。

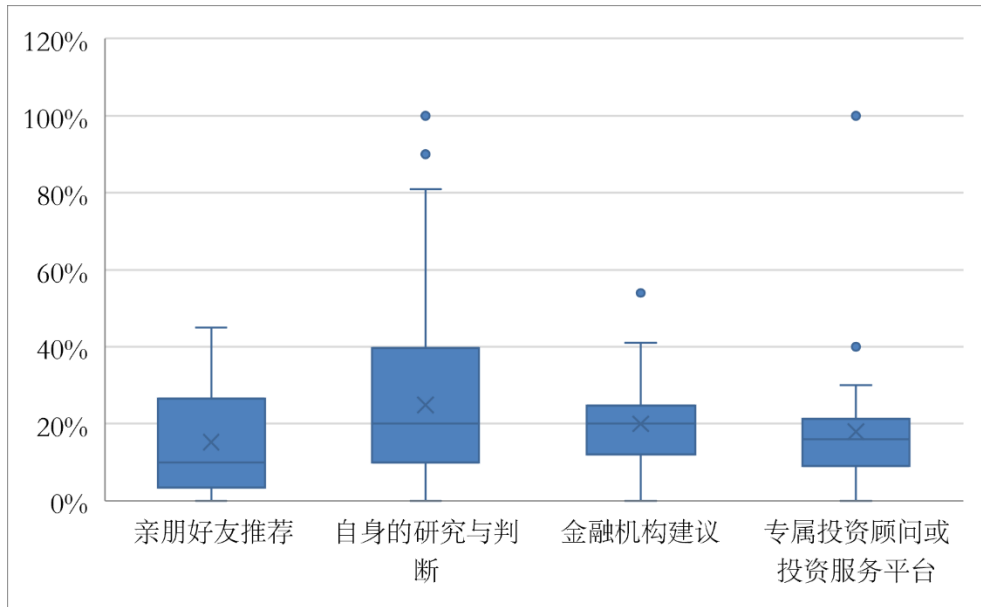


图表 12 不同职业人群权益类资产配置比例分布箱形图

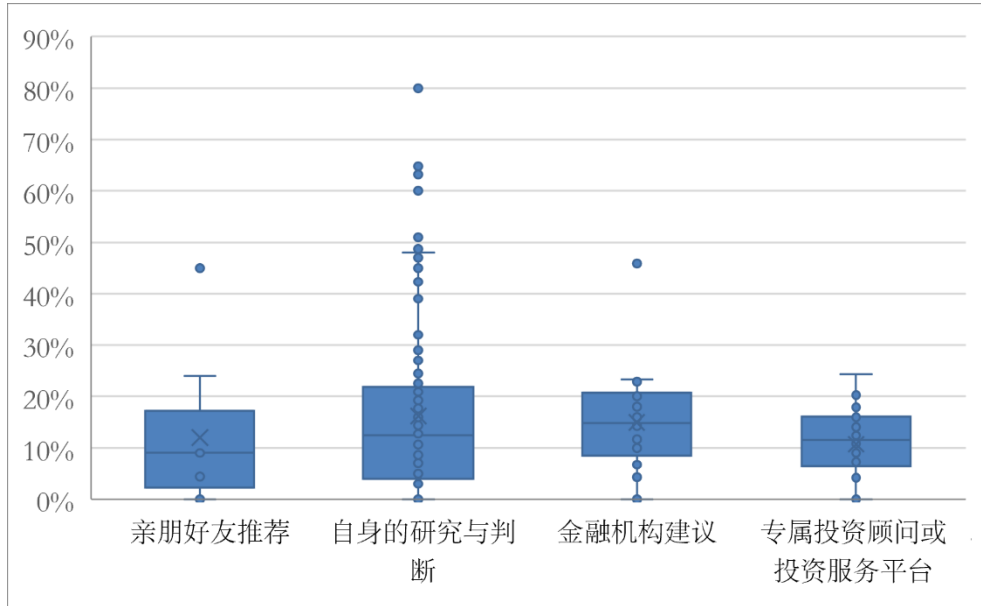
#### 4.3.5 不同投资决策来源人群的权益类资产细分配置比例

从多因子回归模型一  $R_6$  我们已经分析得出，投资者投资决策专业度评分与其在权益类资产配置的比例负相关，越靠自身研究与亲朋好友推荐投资的散户，在权益类资产配置的比例越高。通过全部权益类资产配置比例与非股票类权益资产配置比例箱形图对比，更可以看出靠自身研究进行投资的散户投资者在股票类权益资产的配置比例更高，而剔除股票类权益资产后，不同投资来源的投资者在其他权益类资产的配置比例并无明显差距，此种

现象也符合行为金融学中“过度自信（overconfidence）”等偏差，他们可能高估自己的信息获取和分析能力，因此更依赖自身研究，特别是在股票类权益资产方面，从而导致他们在该类资产上的配置比例较高，但此类散户投资者可能忽视了市场的复杂性和风险，更容易陷入过分集中在某一类资产上的情况，未能实现良好的资产分散。随着市场波动，这种投资者可能更容易受到市场波动的影响。

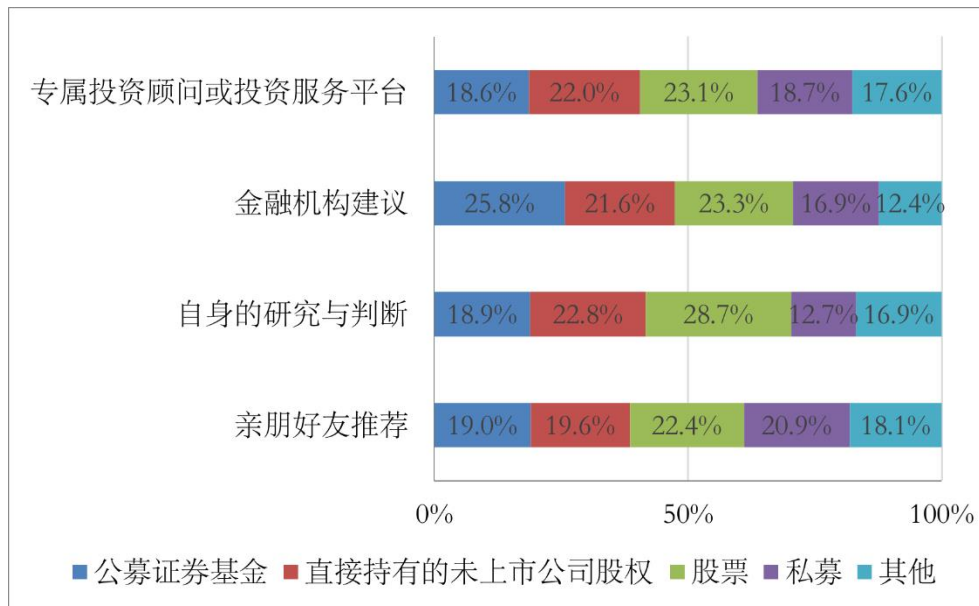


图表 13 投资决策专业度与权益类资产配置比例分布箱形图



图表 14 不同投资决策来源与非股票类权益资产配置比例分布箱形图

通过进一步研究不同投资决策来源人群在不同类型的权益类资产配置比例，可以看到除了通过自身研究与判断的投资者在股票类资产的投资比例明显偏高以外，受金融机构建议主要以推荐自身相关产品为主影响，主要决策判断依据为金融机构建议（银行、证券公司、第三方理财公司等）的投资者在公募证券投资基金投资的占比明显偏高；而受社会证明偏差（Social Proof Bias）影响，通过亲朋好友的推荐可能受到更多的信任，因此高净值人群可能更倾向于通过亲朋好友推荐拥有最高的私募股权配置比例；而通过如家族办公室等专属投资顾问或投资服务平台的投资者，可以看出其在各类权益类资产的配置比例更为均衡，高净值人群可能更注重风险管理，且由于一些高净值人群本身收入来源与企业发展与股权价格有较高强度的绑定，因此通过家族办公室或专属投资顾问的配置结构可能更为多样化和均衡，以分散风险。

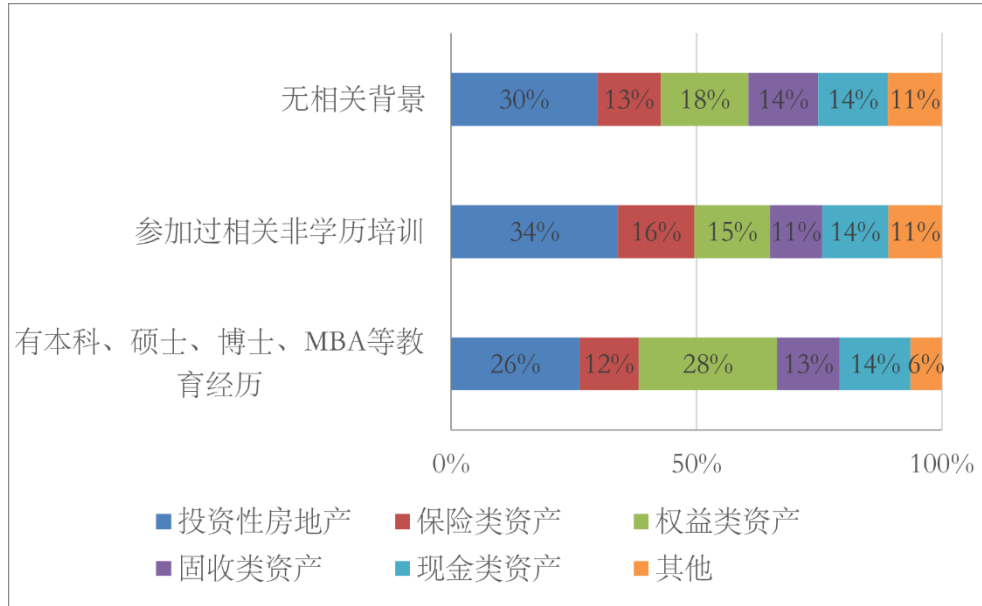


图表 15 不同投资决策来源人群的权益类资产细分配置比例

#### 4.3.6 不同金融学背景人群的大类资产配置比例

从受访人群中不同金融学背景的投资者在大类资产的平均配置比例可以看出，有本科、硕士、博士、MBA 等学历制金融学背景的受访者，在权益类资产的配置比例远高于无相关背景或只参加过相关非学历培训的人群。这种现象也符合行为金融学中的“熟悉度偏差（Familiarity bias）”<sup>3</sup>和“过度自信（overconfidence）”两种偏差，前者代表着投资者对自己熟悉或者非常了解的投资有一定偏好，而没有系统性学习过金融和权益类投资的高净值人群则更不愿意投资自己不太熟悉的权益类资产；后者则代表在评估自己时往往会夸大自己的能力，在认知的准确性与正确性上更是容易高估自己，而有过金融学背景的投资者很有可能过度相信自己对于权益类资产的投资水平，从而增加其权益类资产配置比例。

<sup>3</sup> 熟悉度偏差（Familiarity bias）：指投资者对熟悉或者非常了解的投资有一种偏好，即使多样化投资有明显的收益，投资者仍会选择前者。投资者会对多样化投资感到不安，比如了解的国内证券和不太了解的国际证券，以及熟悉的、不熟悉的或者超出他或者她舒适区的股票和债券。这种偏见会导致次优的投资组合以及更大的损失风险。



图表 16 不同金融学背景人群的资产配置比例

## 五、结论及建议

### 5.1 结论

随着中国经济的持续快速发展，高净值人群数量日益增长，私人财富市场规模不断扩大。中国经济结构转型及实体经济发展为高净值人群带来更多财富机遇的同时，也对其资产管理意识和能力提出了更高要求。在当前房产需求日渐饱和及调控政策遏制的背景下，房地产投资高收益、低风险的属性将被逐渐弱化，家庭资产配置将持续从房地产等实物资产向金融资产转移，由此引发了本文对高净值人群金融资产配置的思考。

在金融资产类别中，权益类资产具备高预期收益、高风险、高波动的特征。一方面，权益类资产通常波动较大，当市场下行时可能面临大幅的回撤，但当市场上行时也可能为投资者带来固收类资产无法企及的收益。另一方面，高波动通常会给予权益类资产更高的风险补偿，从长期来看能够为投资者带来时间平滑后的高额回报。因此，权益类资产在美国等发达金融市场的家庭资产配置中占据着重要的地位。对于高净值人群而言，他们的资产规模更大、风险承受能力相对更强，在风险适配的前提下增加权益类资产配置更有利于提高资产综合收益率，实现长期财务目标。然而，本文通过对国内外家庭和高净值人群资产配置结构进行比较分析后发现，中国居民家庭和高净值人群权益类资产配置严重不足，大量资金集中于现金类资产和固收类资产中，难以享受到国内经济高速增长所带来的收益。

因此，本文以中国高净值人群为研究对象，首先进行了资产配置相关领域内的理论介绍和文献梳理，并对国内外资产配置现状进行对比，随后通过问卷调查，获取客户背景信息、投资背景、投资期望及资产配置情况等相关数据，通过多因子回归分析和描述性统计

分析研究影响客户资产配置中权益资产配置比例的影响因素，最后针对投资者和机构进行建议，本文得出的主要结论如下：

1. 拥有更高学历，有金融学专业背景的投资者权益类资产配置比例更高。

投资者受教育背景与其在权益类资产配置的比例正相关，受教育程度越高，金融学背景越深，投资者可能更倾向于进行深入的财务分析和风险管理，更具信心并有能力增加权益类资产配置，因此其在权益类资产配置的比例越高。受学历、金融专业知识、信息获取渠道等因素影响，包括律师、医生、金融从业者等在内的专业人士在权益类资产的分配比例明显偏高，而家庭主妇、退休人士、自由职业者等人群在权益类资产的分配比例明显偏低。

2. 散户投资者权益类资产配置比例更高。

投资决策专业度评分与其在权益类资产配置的比例负相关，即受行为金融学中“过度自信（**overconfidence**）”等因素影响，靠自身研究进行投资的散户投资者在股票类权益资产的配置比例更高，而剔除股票类权益资产后，不同投资来源的投资者在其他权益类资产的配置比例并无明显差距。从细分权益类资产类别来看，受金融机构建议主要以推荐自身相关产品为主影响，主要决策判断依据为金融机构建议（银行、证券公司、第三方理财公司等）的投资者在公募证券基金投资的占比明显偏高；而受社交证据偏误（**Social Proof Bias**）影响，通过亲朋好友的推荐可能受到更多的信任，因此高净值人群可能更倾向于通过亲朋好友推荐拥有最高的私募股权配置比例；而通过如家族办公室等专属投资顾问或投资服务平台的投资者，可以看出其在各类权益类资产的配置比例更为均衡，而此类现象可能与风险规避偏误（**Risk Aversion Bias**）有关，即高净值人群可能更注重风险管理，且由

于一些高净值人群本身收入来源与企业发展与股权价格有较高强度的绑定，因此通过家族办公室或专属投资顾问的配置可能更为多样化和均衡，以分散风险。

### 3. 平均目标投资周期越短的投资者在权益类资产配置比例越高。

从平均目标投资周期来看，权益类资产作为流动性相对较高的资产，满足了人们对于一定流动性的需求，因此平均投资周期越短的投资者在权益类资产配置比例越高。从权益类资产的流动性水平来看，不同权益类资产的细分领域流动性水平各不相同，不同细分领域资产可满足不同的投资年限需求和流动性需求，更能灵活匹配投资者的投资目标期限。从短期回报来看，权益类资产尤其是股票市场虽然具有较高的波动性，但同时也有机会实现相对较高的收益，因此追求快速回报的投资者可能更倾向于配置在这类具有潜在高回报的权益类资产上，平均目标投资周期越短的投资者在权益类资产配置比例越高。从活跃交易和市场敏感度来看，中国的股票市场存在非常多的短线交易与资金的快进快出，投资周期较短的投资者可能更活跃地参与市场交易，对市场的敏感度较高，更倾向于在权益类资产中进行更为高频的交易操作以迎合短期市场波动。

### 4. 投资期望收益更高、可接受最大损失更高的投资者权益类资产配置比例越高。

对于投资期望收益更高、可接受最大损失更高的投资者来说，权益类资产作为相较于房地产、固收类资产、保险类资产和现金类等资产拥有更高的预期收益率和更可能的损失，权益类资产配置比例越高。这一发现充分验证了马科维茨有效前沿理论，即在相同风险水平下，投资者更倾向于选择高收益资产。

### 5. 首要财富目标为子女教育的人群权益类资产配置比例明显偏低。

首要财富目标为子女教育的人群权益类资产配置比例明显偏低，符合马斯洛需求理论，投资者的投资计划需先满足更为刚性的基本生存需求后，才会追求更高层级的需求。而将子女教育作为第一财富目标的人群，对资产有更高的流动性和安全性需求，因此在权益类资产分配比例明显低于其他财富目标人群。

#### 6. 中年高净值人群权益类资产配置比例较高。

对于高净值人群而言，40至55岁之间人群的高权益类资产投资占比较高，而在40岁以下和55岁以上的群体中，其对权益类资产的配置比例相对较低，这与生命周期理论的观点高度契合。生命周期理论认为，个体在生命周期的不同阶段将表现出不同的理财需求和风险偏好，从而影响其资产配置。一旦个体满足了例如子女教育等刚性支出，随着年龄的增长，其风险承受能力将进一步增强。然而，随着个体逐渐接近退休年龄，生命周期理论认为他们的风险承受能力可能减弱，这时候他们更倾向于采用保值和保守的投资策略，以确保在退休生活中有足够的资金支持。

## 5.2 建议

配置权益类资产对于投资者和中国股市场都具有重要意义，为了提升投资者在权益类资产的配置比例，根据本文研究，提出以下建议：

#### 1. 增加相关教育与培训。

研究表明，拥有更高学历、更熟悉金融市场的高净值投资者在权益类资产的配置比例更高，因此可以提供更多针对高净值人群的财务教育、投资培训和学历教育提升课程，帮助投资者提高投资决策的专业度。可以通过提供在线教育资源、与专业机构合作、鼓励高净值人群攻读相关硕士、MBA等方式，以增加投资者对权益类资产的理解和信心。如利用

互联网和数字技术，通过在线课程、网络研讨会、投资论坛等方式提供在线教育资源，提供在线教育资源，包括市场分析、投资策略、资产配置等方面的知识，以帮助投资者更全面、深入地了解权益类资产，提高其投资决策的专业度；与专业机构和行业专家建立合作关系，包括邀请专业人士进行讲座、提供投资建议，或者合作开发特定领域的培训课程，共同推动高净值投资者的投资教育，提供更权威、实用的投资信息和建议；鼓励高净值投资者攻读与金融、投资相关的学位，不仅有助于提升他们在金融领域的专业素养，还能够培养他们更深层次的市场洞察力和决策能力。

### 2. 提升专业投顾资产配置水平，鼓励投顾机构加强权益类资产配置。

通过如家族办公室等专属投资顾问或投资服务平台的投资者，出于风险分散等因素的考量，在资产配置过程中配置的权益类资产比例较低。鼓励投顾机构与平台提升专业投顾资产配置水平，通过更灵活的投资组合建议和更深入的财务规划，考虑客户的职业背景、学历、生命周期和风险承受能力，满足其个体化的需求的同时通过分散投资组合来降低特定风险。股票市场中不同行业、不同地区和不同规模的公司之间存在差异，通过广泛配置不同类型的股票，规避高净值客户本身工作高度相关的行业，可以降低高净值客户的资产配置风险，满足客户个性化需求。

### 3. 鼓励长期投资者加强权益类资产配置水平。

研究表明，投资周期更长的投资者在权益类资产的配置比例较低，长期来看，权益类资产（如股票）通常表现出更高的收益潜力。尽管股市可能会经历短期的波动和震荡，但在较长的时间跨度内，股票市场往往呈现出稳定的增长趋势。因此，建议长期投资者加强权

益类资产配置，通过持有股票来获得更高的回报，达到资本增值和复利效应，对冲通货膨胀风险。

建议投顾机构加强投资者投资目标流动性分析与资产的投资目标拆解匹配，综合考虑投资周期，用不同类型的权益类资产的流动性相匹配。权益类资产的细分领域流动性水平各不相同，不同细分领域资产可满足不同的投资年限需求和流动性需求。如长期投资者可以加强分红型股票配置。分红是公司将部分利润返还给股东的一种方式，它可以为投资者提供额外的收入，并在一定程度上稳定投资组合的表现。分红型股票可以稳定投资者的现金流和收入来源，帮助满足日常生活费用或用于再投资，也在市场下跌时相对具有抗跌能力。

#### 4. 加强高净值人群投资经验分享。

鼓励高净值人群分享他们的成功投资经验。投资者可以通过参与高净值人群分享投资经验的社交网络，扩大自己的社交圈。在这个网络中，他们可以与更多经验丰富的投资者建立联系，获取更多信息和见解，从而更好地了解更多的包括私募股权投资在内的权益类资产的投资机会。通过高净值人群的经验分享，特别是在权益类资产方面取得的成功经验，可以为其他投资者提供有力的社交证据和情感支持，帮助其他投资者在市场波动时更加冷静和坚定，而不会因短期波动而做出过于激进或悲观的决策，增强他们对权益类资产的信心。

## 参考文献

- [1] 《中华人民共和国 2022 年国民经济和社会发展统计公报》，国家统计局（2023）
- [2] 《2023 中国私人财富报告》，招商银行（2023）
- [3] UBS. 2023. “2023 Global Wealth Report.”
- [4] 《中国家庭金融资产配置风险报告》，西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心（2015）
- [5] Statistics Bureau of Japan. 2014. “National Survey of Family Income and Expenditure.”
- [6] Board of Governors of the Federal Reserve System. 2016. “Survey of Consumer Finances.”
- [7] Markowitz, Harry. 1952. “Portfolio Selection.” *The Journal of Finance* 7, no. 1: 77–91.
- [8] 周文渊、高佳伟、安国志（2022），《资产配置理论：研究综述与展望》，*金融理论探索*, (5): 72-80
- [9] Sharpe, William F. 1964. “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk.” *The Journal of Finance* 19, no. 3: 425–42.
- [10] Lintner, John. 1965. “The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets.” *The Review of Economics and Statistics* 47, no. 1: 13–37.
- [11] Mossin, Jan. 1966. “Equilibrium in a Capital Asset Market.” *Econometrica* 34, no. 4: 768–83.
- [12] Black, Fischer, and Robert Litterman. 1992. “Global Portfolio Optimization.” *Financial Analysts Journal* 48, no. 5: 28–43.
- [13] 张学勇、张琳（2017），《大类资产配置理论研究评述》，*经济学动态*, (2): 137-147
- [14] 李君平（2014），《私人财富管理研究述评与展望》，*外国经济与管理*, 36(08):73-81.
- [15] Modigliani, Franco, and Brumberg, Richard. 1955. “Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-section Data.” *Post-Keynesian economics*, 388-436.

- [16] Glick, Paul C. 1947. "The Family Cycle." *American Sociological Review* 12, no. 2: 164-74.
- [17] 林善浪,王健 (2010),《家庭生命周期对农村劳动力转移的影响分析》, 中国农村观察, (01):25-33+94-95.
- [18] 李心丹 (2005),《行为金融理论: 研究体系及展望》, 金融研究, (01):175-190.
- [19] Kahneman, Daniel, and Amos Tversky. 1979. "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk." *Econometrica* 47.2: 263-91.
- [20] Shefrin, Hersh, and Meir Statman. 1985. "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence." *The Journal of Finance* (New York) 40.3: 777-90.
- [21] Thaler, Richard. 1985. "Mental Accounting and Consumer Choice." *Marketing Science* (Providence, R.I.) 4.3: 199-214.
- [22] Gervais, Simon, Heaton, J. B., and Odean, Terrance. 2002. "The Positive Role of Overconfidence and Optimism in Investment Policy", Rodney L. White Center for Financial Research, Vol. 02,15.
- [23] Shum, Pauline, and Miquel Faig. 2006. "What Explains Household Stock Holdings?" *Journal of Banking & Finance*, 30.9: 2579-597.
- [24] Iwaisako, Tokuo. 2009. "Household Portfolios in Japan." *Japan and the World Economy*, 21.4: 373-82.
- [25] 卢亚娟、Calum G.Turvey (2014),《中国家庭风险资产持有的影响因素及城乡差异》, 财贸经济, (09):72-81+35.
- [26] 齐明珠、张成功 (2019),《老龄化背景下年龄对家庭金融资产配置效率的影响》, 人口与经济, (01):54-66.
- [27] 沈淘淘、史桂芬 (2020),《人口年龄结构、金融市场参与及家庭资产配置——基于CHFS数据的分析》, 现代财经 (天津财经大学学报), 40(05):59-73.
- [28] Jianakoplos, Nancy Ammon, and Alexandra Bernasek. 1998. "Are Women More Risk Averse?" *Economic Inquiry*, 36.4: 620-30.
- [29] Jacobsen, Ben, John B. Lee, Wessel Marquering, and Cherry Y. Zhang. 2014. "Gender Differences in Optimism and Asset Allocation." *Journal of Economic Behavior & Organization*, 107: 630-51.

- [30] Agnew, Julie, Pierluigi Balduzzi, and Annika Sundén. 2003. "Portfolio choice and trading in a large 401(k) plan." *The American Economic Review* 93.1: 193-215.
- [31] Liu, Shiyang. 2020. "Analysis on Regional Differences and Influencing Factors of Household Asset Allocation in China." *Journal of Physics. Conference Series* 1616.1: 12007.
- [32] Campbell, John Y. 2006. "Household Finance." *The Journal of Finance (New York)* 61.4: 1553-604.
- [33] 周弘 (2015), 《风险态度、消费者金融教育与家庭金融市场参与》, *经济科学*, (01):79-88.
- [34] 卢亚娟、殷君瑶 (2021), 《户主风险态度对家庭金融资产配置的影响研究》, *现代经济探讨*, (12):62-70.
- [35] Rosen, Harvey S, and Stephen Wu. 2004. "Portfolio Choice and Health Status." *Journal of Financial Economics*, 72.3: 457-84.
- [36] Cardak, Buly A., and Roger Wilkins. 2009. "The Determinants of Household Risky Asset Holdings: Australian Evidence on Background Risk and Other Factors." *Journal of Banking & Finance*, 33.5: 850-60.
- [37] 雷晓燕、周月刚 (2010), 《中国家庭的资产组合选择: 健康状况与风险偏好》, *金融研究*, (01):31-45.
- [38] Peress, Joël. 2004. "Wealth, Information Acquisition, and Portfolio Choice." *The Review of Financial Studies*, 17.3: 879-914.
- [39] 吴卫星、齐天翔 (2007), 《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》, *经济研究*, (02):97-110.
- [40] 徐巧玲 (2019), 《劳动收入、不确定风险与家庭金融资产选择》, *云南财经大学学报*, 35(05):75-86.
- [41] 杭斌、闫娜娜 (2020), 《家庭资产、住房信贷与消费者行为——基于微观数据的实证分析》, *统计与信息论坛*, 35(04):105-112.
- [42] Guiso, Luigi, and Monica Paiella. 2004. "The Role of Risk Aversion in Predicting Individual Behaviours." IDEAS Working Paper Series from RePEc.
- [43] 宋永辉、邓丽媛 (2016), 《我国家庭金融资产配置影响因素分析》, *沈阳工业大学学报 (社会科学版)*, 9(06):512-518.

- [44] 葛洪申（2014），《金融知识、投资经验对我国家庭金融市场参与及资产配置的影响》，西南财经大学
- [45] Hong, Harrison, Jeffrey D. Kubik, and Jeremy C. Stein. 2004. “Social Interaction and Stock-Market Participation.” *The Journal of Finance* (New York), 59.1: 137-63.
- [46] Kaustia, Markku, and Samuli Knuepfer. 2012. “Peer Performance and Stock Market Entry.” *Journal of Financial Economics*, 104.2: 321-38.
- [47] Shiller, Robert J. 2000. *Irrational Exuberance*. United States: Princeton University Press.
- [48] Guiso, Luigi, Paola Sapienza, and Luigi Zingales. 2008. “Trusting the Stock Market.” *The Journal of Finance* (New York), 63.6: 2557-600.
- [49] 李涛（2006），《社会互动、信任与股市参与》，*经济研究*，(01):34-45.
- [50] Hurd, Michael, Maarten Van Rooij, and Joachim Winter. 2011. “Stock Market Expectations of Dutch Households.” *Journal of Applied Econometrics* (Chichester, England), 26.3: 416-36.
- [51] Malmendier, Ulrike, and Stefan Nagel. 2011. “Depressed Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking?” *The Quarterly Journal of Economics*, 126.1: 373-416.
- [52] 甘犁、尹志超、贾男等（2013），《中国家庭资产状况及住房需求分析》，*金融研究*，(04):1-14.
- [53] 付巍伟（2023），《我国银行理财产品市场的风险演进机制研究--基于理财产品的微观数据》，西南财经大学
- [54] 《中国银行业理财市场半年报告（2023年上）》，银行业理财登记托管中心（2023）
- [55] Board of Governors of the Federal Reserve System. 2023.  
<https://www.federalreserve.gov/econres/scfindex.htm>.
- [56] Statistics Bureau of Japan. 2023.  
<https://www.stat.go.jp/english/data/zensho/index.html>.
- [57] OECD Data- Household Financial Assets. 2023.  
<https://data.oecd.org/hha/household-financial-assets.htm>.

- [58] Singapore Department of Statistics (DOS). 2023.  
<https://tablebuilder.singstat.gov.sg/table/TS/M700981>.
- [59] European Central Bank-Household Finance and Consumption Survey. 2023.  
[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/hfcs/html/index.en.html#access](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/hfcs/html/index.en.html#access).
- [60] Goldman Sachs. 2023. “Family Office Investment Insights: Eyes on the Horizon.”

附录 A

高净值人群资产配置调研问卷

一、 客户背景信息：

第 1 题：您的性别是？

A. 男

B. 女

第 2 题：您的年龄是\_\_\_\_岁？（填空）

第 3 题：您的职业是？

A. 一代创富者、企业家

B. 二代继承人

D. 董监高、职业经理人

E. 专业人士（律师、医生、金融从业者等）

F. 家庭主妇、退休人士及自由职业者

G. 其他

第 4 题：您的教育背景是？

A. 高中及以下

B. 大专

C. 本科

D. 硕士及以上

二、 个人投资背景：

第 5 题：您有多少年的投资经验？

- A. 3 年以下
- B. 3-5 年
- C. 5-10 年
- D. 10 年-20 年
- E. 20 年以上

第 6 题：您的财富来源是？（按百分比填写，合计为 100%）

- A. 工资薪酬
- B. 企业股权/期权
- C. 投资收益
- D. 继承
- E. 其他

第 7 题：您的净资产规模为？

- A. 500 万元以下
- B. 500 万元-1000 万元
- C. 1000 万元-3000 万元
- D. 3000 万元-5000 万元
- E. 5000 万元-1 亿元
- F. 1 亿元以上

第 8 题：您在投资决策中最主要的判断依据是？

- A. 自身的研究与判断

B. 亲朋好友推荐

C. 金融机构建议（银行、证券公司、第三方理财公司等）

D. 专属投资顾问或投资服务平台（如家族办公室）

第 9 题：您是否有金融、经济、投资等相关学科教育背景？

A. 有本科、硕士、博士、MBA 等教育经历

B. 参加过相关非学历培训

C. 无相关背景

三、 投资目标与风险偏好：

第 10 题：您的财富目标是？（按照重要性排序）

A. 慈善公益

B. 企业/个人发展

C. 高品质生活

D. 子女教育

F. 财富创造与传承

H. 保证资产安全与风险隔离

第 11 题：您会将资产的百分之多少配置到以下投资期限内？（按百分比填写，合计为

100%）

A. 1 年以内

B. 1-3 年

C. 3-10 年

D. 10 年及以上

第 12 题：您进行投资时的首要目标是？

A. 厌恶风险，不接受本金损失，只希望资产保值

B. 尽可能保证本金安全，不在乎收益率比较低

C. 产生较多的收益，可以承担一定的投资风险

D. 实现资产大幅增长，愿意承担很大的投资风险

第 13 题：在您做单项投资决策时，以下因素在您决策中的重要性占比是？（按百分比填写，合计为 100%）

A、安全性

B、流动性

C、收益性

第 14 题：您的投资收益预期是？

A. 不亏就好

B. 3%以内，跑赢通胀

C. 3-10%

D. 10-20%

E. 20%以上

第 15 题：对于您的投资资产，您能承受的最大投资损失是？

A. 不能接受程度的任何亏损

- B. 10%以内
- C. 30%以内
- D. 50%以内
- E. 50%及以上

四、 资产配置：

第 16 题：您的可投资资产配置比例是？（按百分比填写，合计为 100%）

- A. 投资性房地产
- B. 保险类（寿险、重疾等有现金价值的保单）
- C. 权益类资产（含公募证券投资基金及混合基金、私募股权基金、股票、直接持有的未上市公司股权、证券类信托）
- D. 固收类资产（国债、企业债券、金融债、债券基金、央行票据、短期银行理财等）
- E. 现金类资产（储蓄、现金、货币基金等）
- F. 其他

第 17 题：您的权益类投资资产配置比例是？（按百分比填写，合计为 100%）

- A. 公募证券投资基金及混合基金
- B. 私募股权基金
- C. 股票
- D. 直接持有的未上市公司股权
- E. 其他（如证券类信托等）

第 18 题：您对中国经济的未来预期是？

- A. 短期低迷后迅速回暖
- B. 短期低迷后将在中长期逐渐回暖
- C. 中长期内回暖可能性较低
- D. 持续下行