

上海交通大学中国金融研究院/蚂蚁集团研究院

中国居民投资理财 行为调研报告

2021年7月



CAFR 中国金融研究院
CHINA ACADEMY OF FINANCIAL RESEARCH

Ant Group Research
蚂蚁集团研究院

序言

近年来,随着经济发展、居民收入提高、人口结构变动以及城市化进程,居民家庭理财的需求在过去不断增长的基础上进一步加速增长。同时,我国金融市场的建设进程加快,金融服务和金融产品也在不断丰富。在这个大背景下,上海高金和蚂蚁集团合作的居民理财调研报告完成并发布恰逢其时、很有意义!报告有以下特点:

一是注重调研主题的针对性

只有了解居民理财状况直面居民理财中的实际问题,才能准确把握居民理财的实际需求。比如,如何用金融服务匹配和满足居民投资理财“增长加速”的新要求?如何更好推动普适性的理财观念、改善居民理财投资管理的水平、提升理财效率?如何为居民理财提供更好的环境?这些问题在居民理财迅速发展的阶段都显得尤为重要。

没有调查,就没有发言权。回答以上问题需要深入了解居民理财的现状,分析居民理财的行为,研究居民理财行为背后的经济原理和逻辑,从而帮助居民把握理财投资的发展趋势,更好地将其需求与金融机构的产品和服务进行匹配。这是本次居民理财调研的初衷和意义。

二是注重调研方法的系统性

这次调研结合了上海高金的学术优势和蚂蚁集团的平台优势,以系统理论为指导,形成了完整的问卷设计-数据分析-报告撰写逻辑。

通过合理的问卷设计,调研从居民财务健康状况出发,先了解居民的风险管理意识、资产配置情况、财务目标和规划、家庭负债等情况,再逐渐深入到居民理财投资行为,了解投资收益期望、保险配置、追涨杀跌、定

投和投顾使用等行为现状。最后还了解居民对投资理财的主观感受,了解居民对于平台、渠道和市场的看法和期待。

在调研的基础上,形成了本次《中国居民投资理财行为调研报告》。报告总结了调研的统计结果,描绘了居民投资理财的现状和行为特征,并分析这些特征背后的经济学原理和形成机制。

通过本次调研报告,我们可以看到居民投资理财的需求在高速发展,保障意识在逐渐增强、投资理财观念在逐步转变。同时也存在金融素养有待提升、风险意识需要加强和行为偏差需要纠正等问题。

三是注重调研结果的实践性

调研的目的是为了更好地促进居民理财市场的不断完善和发展,这对于居民财产性收入、对于融资体系健全、对于资本市场发展都有重要意义。整体来说,报告展现了我国居民当前投资理财的现状,有助于保持居民理财选择的客观性、资产配置的科学性,也有助于普及投资理财意识和提升居民金融素养。同时也对金融机构了解市场现状、提供与之匹配的金融产品和服务起到参考和借鉴作用。

本次调研只是起点,希望居民投资理财调研和报告能定期持续进行。相信通过一定频次的调研和分析积累,系列报告将展现出更加持续和深远的影响。希望系列报告成为居民了解投资理财趋势的“晴雨表”、提升金融素养的“参考书”和风险防范的“警报器”,产生更多的社会价值。

是为序。

屠光绍



全国政协委员、上海交通大学兼职教授、上海高级金融学院执行理事

主要结果

从风险管理意识、资产配置多元化、财务目标与规划、家庭负债管理等方面评估居民的财务健康度,我国居民总体:

- ① 安排了家庭备用金或购买过保险,呈现一定的风险管理意识;
- ② 理财投资偏好相对保守,比较集中在银行存款;
- ③ 财务规划意识有待提高,纪律性的财务规划习惯尚未养成和普及;
- ④ 负债整体可控,但部分存在负债管理的问题。

分析居民的投资收益期望、保险配置、投资期限、追涨杀跌、定投参与和专业投顾使用等理财行为,本报告发现:

- 01 居民对收益期望偏高,这在高学历群体中特别明显;但居民实现的理财收益往往低于期望收益;
- 02 居民多数认为自己不具备产品挑选能力或挑选能力较弱,特别是理财资产规模较小的群体;
- 03 居民偏好寿险类的保险产品;不同收入来源、不同年龄段的群体对不同类型保险产品偏好不一样;
- 04 投机型投资风格比较明显,长期的价值投资习惯尚未养成;对自身投资能力自信或者高学历、高收入的人群更愿意长期持有基金;长期持有意愿取决于是否了解基金的挣钱逻辑或对基金经理充分信任;
- 05 追涨杀跌现象在居民投资理财中普遍存在;



- 06 定投的模式尚未在居民投资者群体普及,金融素养(包括教育水平、投资经验)能帮助提升定投模式的使用;但定投习惯的好处是明显的,一方面,定投提升理财收益,这些收益来源于更具纪律性的投资;另一方面,具有定投习惯的居民受到追涨杀跌情绪的影响更少,对于短期亏损的心态更平稳,持有理财产品的时间更长。

虽然只有少数居民会寻求专业投顾的建议,但是专业投顾能帮助提升金融产品挑选的信心、助力长期价值投资。

研究背景



改革开放40多年来,我国基本民生得到有力保障,城乡居民的人均可支配收入实际增长23倍,消费水平大幅提高。随着我国经济社会的转型以及资本市场的迅速发展,居民对金融行业和金融产品有了更多的了解,加之存款利率下降,居民不再满足于只将资金放入银行储蓄账户。在发达国家里,个人及家庭的投资理财规划是商业银行的主要业务之一。在我国投资理财业务也逐渐受到居民的青睐,尤其是近年来互联网金融及理财平台的发展,更是推动全民理财的时代的到来。

为了解我国居民投资理财现状,上海交通大学上海高级金融学院联合蚂蚁研究院和支付宝理财智库于2021年3月通过线上调研平台对不同年龄、不同地区的支付宝活跃用户进行问卷调查。基于这次调研而发布的《中国居民投资理财行为调研报告》分析了我国居民的投资理财行为主要特征。报告先从居民的风险管

理意识、资产配置多元化情况、财务目标与规划、家庭负债管理等方面评估居民的财务健康状况,然后从居民的投资收益期望、保险配置、投资期限、追涨杀跌、定投参与和专业投顾使用等方面汇总描绘了居民的投资理财行为特征,并分析这些特征背后的形成机制。

投资理财要立足于自身的现状与实际,实现财富的保值增值。通过调研我们了解到,我国居民仍存在一些理念上的误区和盲目投资的行为,比如期望收益偏高,投资配置相对保守,投机型投资风格比较明显,追涨杀跌现象普遍存在等。同时我们也发现,拥有定投习惯的投资人有着更平稳的投资心态,更高的理财收益。本报告展现了我国居民当前投资理财的情况,可以帮助居民对理财产品的选择进行更科学配置,同时也对银行及互联网金融平台发展个人及家庭投资理财规划的业务起到参考和借鉴作用。

报告主要内容

一、问卷调查及设计

随着国民经济的不断增长，居民财富规模在不断增加，人们对于财富管理和投资理财的需求也日益增加。在探讨居民投资理财的话题时，我们首先需要了解居民的财务现状，对于他们的财务健康水平进行基础性的评估。本次调研从风险管理意识、资产多元化、目标与规划、负债管理四方面对居民的财务健康度进行评估和分析。

本调研问卷于2021年3月通过支付宝调研平台对18周岁以上的活跃用户无差别发放。经过1周的投放，共回收有效问卷20664份，自愿参与率超过83%，具有一定的样本代表性。样本主要有以下两个特点：一是，有别于基金公司、证券公司和银行等金融机构的理财调研，本次调研的样本是覆盖我国各地区、各年龄阶层、各行业的居民，包括理财白户，而不仅仅是已经有

理财账户的投资人群，因此在一定程度上减少了选择偏差。二是，样本具有年轻化、可投资资产小额的特征：参与调查的居民中，“90后”占比最高，达到47%，“80后”次之，为24%；37%的居民的可用投资资金低于1万，可投资资产超过30万的居民只占11%。

参与调查的居民中男性居多，占比73%；来自广东省的最多，占比17%，江苏省次之，为8%；大多数居民学历为初中学历至本科学历之间，75%的居民年收入分布在0-20万；35%的居民主要收入来源为工资收入。调查内容主要涵盖居民财务健康度及理财行为两个板块。具体来说，问卷问题包括居民基本信息、理财选择偏好及风险偏好、投资渠道、信息获取方式等方面（图1）。

图1 中国居民投资理财行为调查问卷框架

居民基本信息	财务健康度	投资理财行为
年龄	风险管理意识 <ul style="list-style-type: none">家庭备用金情况保险配置情况与收入来源的匹配配置偏好与家庭情况的匹配收入负债比	投资收益期望与实际收益
性别		保险配置行为 <ul style="list-style-type: none">保险配置种类收入来源与保险配置的关系
学历	财务规划与财务目标 <ul style="list-style-type: none">是否有财务规划投资理财期限、目标、用途投资理财产品选择原因、途径	长期持有行为 <ul style="list-style-type: none">长期持有行为现状学历、收入、经验等各因素与长期持有的关系
婚姻状况		追涨杀跌行为 <ul style="list-style-type: none">追涨杀跌行为现状追涨杀跌行为的改善方式
年收入及来源	资产配置能力 <ul style="list-style-type: none">是否具备产品挑选能力定投、投顾等改善方式的使用情况期望与实际收益的匹配性	定投行为 <ul style="list-style-type: none">定投行为现状定投行为对理财投资的影响如实际收益、持有时长、平滑波动
	负债管理能力	投顾使用行为 <ul style="list-style-type: none">投顾使用的现状投顾与自我认知冲突的决策行为投顾的改善效应

二、居民财务健康度调查结论

本次调研发现,我国居民总体呈现一定的风险管理意识,但理财投资产品仍然较为集中,财务规划意识有待提高,且相当部分居民存在负债管理的问题。

调研的具体结论如下:

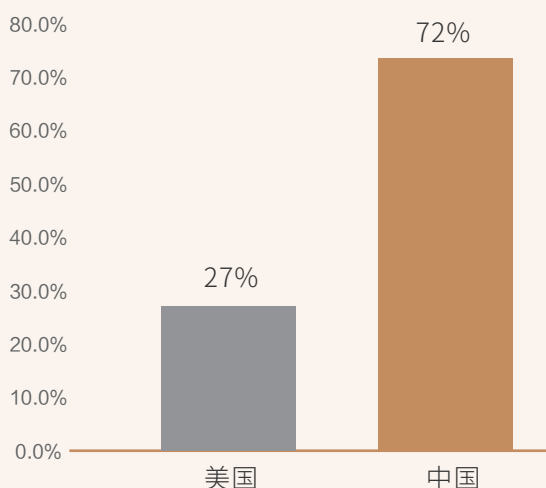
(一)中国居民大都安排了家庭备用金或购买过保险,呈现一定的风险管理意识

1.72%的受访居民有使用备用金的习惯

中国居民的风险管理意识主要体现在应急金和保险的使用普及度两个方面。首先,家庭应急金或称为家庭备用金,是主要为了预防家庭突发事件的发生而预留的随时可以取用的现金或者类现金,一般额度覆盖3-6个月的家庭日常开支。以2020年新冠疫情期间的情况为例,受疫情影响导致收入和消费减少的时间长度达到2-3个月¹。虽然随着国内防控形势好转,疫情影响逐渐减小,但仍有部分行业如旅游、餐饮等受到较为长期的影响。如有足额的应急金储备,将有助于家庭平稳度过特殊情况带来的财务影响。由于其应急的属性,家庭备用金对这部分资产的流动性要求极高,通常以现金、活期存款、货币基金等流动性高的资产为主。

调查数据显示,中国居民有家庭备用金比例较高,达72%。相对于部分发达国家而言,这是一个极高的比例。例如,美国联邦储备署发布的2018年美国家庭经济状况报告显示,约27%的受访者需要借钱或变卖资产才能筹到400美元,另有12%的人无法筹到。这意味着近40%的美国成年人无论是通过现金,还是存款,又或刷信用卡,都拿不出400美元应急。

图2 中美居民家庭备用金比例对比



数据来源:
Report on the Economic Well-Being of U.S. Households in 2018

由于历史文化和社会现状的差异,除了在备用金上的明显区别之外,中国居民也有相对更高的储蓄率。根据国际货币基金组织(IMF)的统计数据²,2017年中国储蓄率为47%,远高于26.5%的世界平均储蓄率,也高于发展中经济体和发达国家的平均水平。而美国经济分析局公布的数据显示,2018年底,美国居民储蓄率为7.6%,而这个数据还是在2008年国际金融危机后,美国居民储蓄率缓慢上升后的结果。

注解:

① 疫情期间全国居民消费和复工情况调查报告 | 数研疫情与经济系列① 腾讯研究院 <https://www.tisi.org/13220>

② http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/201907/02/t20190702_32493143.shtml

“虽与历史峰值相比有所下降——我国储蓄率仍远高于世界平均水平”。陈果静,中国经济网

这种差异各有优劣。我国居民更会未雨绸缪，而美国居民的习惯则更能促进消费。但在出现会影响收入的重大突发事件时，没有应急的备用金会带来更多的问题，例如无法应对新冠疫情带来的收入中断和减少，这将对家庭财务状况造成极大的压力和风险。根据2020年一季度的《疫情下中国家庭的财富变动趋势报告》³，受突发事件影响更大的家庭是年收入低于5万的家庭。由此，我们应该多关注此类家庭的家庭备用金预备情况。

2. 76%的受访居民购买过保险

随着我国社会保障体系的逐渐完善，基本医疗保险的覆盖比例正在迅速提高。但由于社保的普惠性决定其覆盖深度将远远不能满足不同家庭和个人的多样化、个性化需求，随着居民保险意识的不断提高，商业保险将逐渐成为社保的必要补充。76%的受访者购买过保险的比例也同时说明中国居民具有很强的风险管理意识。

(二)居民的理财投资配置偏好比较集中，且相对保守

资产配置(Asset Allocation)是指根据投资需求将投资资金在不同资产类别之间进行分配，例如将资金在低风险、低收益的债券与高风险、高收益的股票之间进行分配。多元化的资产配置利用不同资产之间的走势差异，降低投资组合波动率来降低风险，从而降低投资亏损的概率。

本次调研数据显示，居民的理财投资配置最多的三类资产分别是：银行存款、公募基金和股票。其中有64%的受访者配置了银行存款类资产，配置比例最高。其次是公募基金，占比44%。(图3)对于公募基金而言，受访者最喜欢混合型基金(图4)。这些数据说明中国居民的理财投资偏好比较集中在银行存款，且相对保守。

图3 居民投资理财配置最多的三种资产

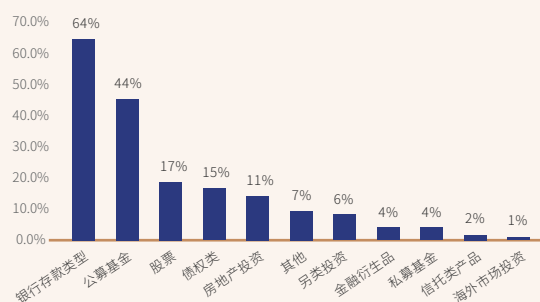
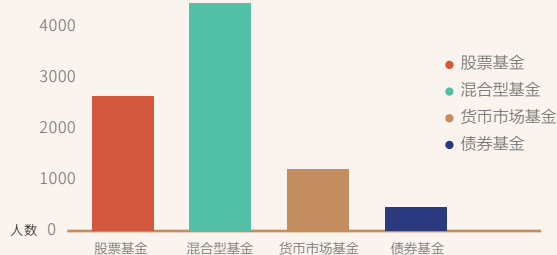


图4 用户配置公募基金的种类



我们注意到在本次调研数据中，约8%的用户在配置最多的三类资产中同时选择了公募基金和股票。从类型而言，这部分用户可能会将投资集中配置在权益类资产上。

注解：

③ 《疫情下中国家庭的财富变动趋势报告》<https://chfs.swufe.edu.cn/uploads/20200423/53dccb967a3a723b60d62e2363f6eaf6.pdf>

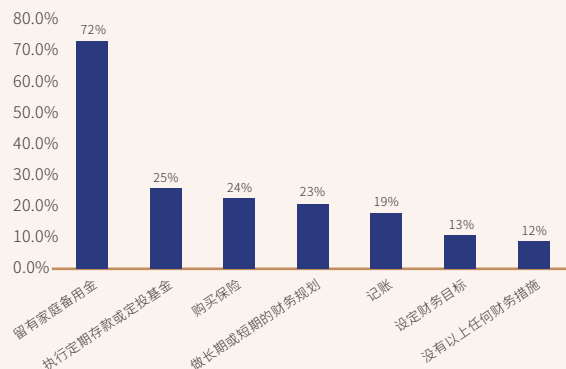
(三) 居民的财务规划意识有待提高, 纪律性的财务规划习惯尚未养成和普及

一个具有纪律性的财务规划习惯是居民财务健康的衡量指标之一。通过理财计划和管理收支、投资而逐步实现个人生活目标的做法, 我们都称之为财务规划的行为。其中, 最重要的是设立财务目标。首先, 财务目标能驱动我们去安排自己的收支, 去计划如何实现所设目标, 避免因为没有目标而随意消费和任意负债等。其次, 财务目标可以增加我们财务决策的责任感。一旦决策偏离了轨道, 例如做出了一个冲动性购买决定, 那么就必须重新评估并制定新计划。实现一个个长期或短期的财务目标可以帮助我们获得更加稳健的财务基础, 同时能极大地增强我们在财务安排上的自信。

财务目标的实现需要财务规划, 不能随意轻率地安排自己的理财事务。很多居民认为投资收益预期是最重要的, 但由于我们的理财规划是服务于长期目标的实现, 投资收益的预期也应该随着目标时限的变化而有所变化。全面的财务规划需着眼于收入、支出、流动性、保险、房产等综合因素的考虑, 对财务规划进行动态的管理, 在遇见不同的市场变化或家庭结构变化时进行及时的检测和调整。

我们的研究发现, 仅13%的受访用户有明确的财务目标, 23%的用户有长短期财务规划的习惯。有12%的用户并没有采取过任何类似规划、目标、记账、定投等财务措施(图5)。

图5 居民采用的家庭财务措施



从我们的调研数据来看, 居民设立财务目标和进行财务规划的意识仍然有待提高。与预备家庭备用金、定投和购买保险等其它财务措施相比, 目标和规划仍处于不被重视和不够普及的状态。

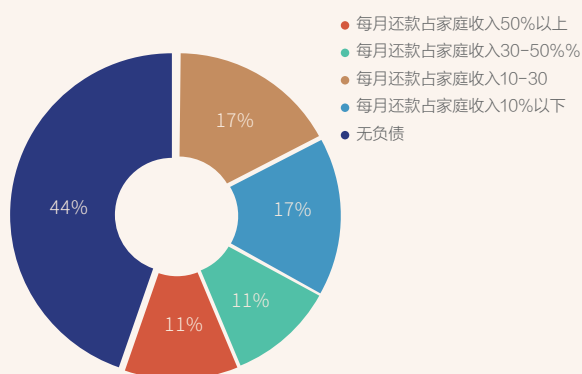
(四) 居民负债水平值得关注: 负债整体可控, 但部分存在负债管理的问题

适当的负债可以帮助居民改善生活、提高资金的利用率, 例如可以通过房贷和车贷以未来的收入为保证, 提前满足居住和出行需求。虽然我们认为负债应当是适度的, 但鉴于每个家庭都有着不同的家庭结构、收入水平、个人偏好等, 很难有一个统一的适度标准。最直观的标准是通过月度还款与收入的占比来关注负债对于生活的影响。月度还款占比越高意味着用于生活消费和储蓄的钱越少, 从而侵蚀家庭资产。尤其当遇见个人和家庭的紧急情况时, 则会加重财务负担。



从受访用户月度负债占到家庭月收入比例来看(图6),仍有相当部分中国居民存在负债管理的问题。我们的样本中56%的用户有月度负债。在月度有负债的受访者中,约61%的受访者月份需要承担的还款金额占到了家庭月收入的10%-30%,更有39%的受访用户月度负债超过了家庭月收入的30%。总体来说,中国居民的负债水平相对美国家庭76%左右的负债率并不算太高,但值得注意的是,我国居民的传统习惯更倾向于储蓄,历史负债水平相较于发达国家一直较低。因此应该关注负债比在近几年的增速:在1996年,中国家庭负债率为3%,到了2019年却达到了55%。⁴

图6 居民每月负债收入比



注解:

④ 苏宁金融研究院, <http://sif.suning.com/article/detail/1579051351639>

二、居民投资理财中的行为特征调查结论

居民投资理财行为有很多方面,本次调研主要关注于:居民投资收益期望、保险配置行为、长期持有行为、追涨杀跌行为、定投行为和专业投顾使用行为几方面。通过对这几个方面的问卷调研,我们发现居民投资收益期望和实际收益之间存在落差,追涨杀跌现象客观存在,而定投模式和投资顾问的使用则有助于纠正相应的行为偏差,助力长期持有的价值投资。

(一) 中国居民对收益期望偏高,这在高学历群体中尤为明显;但居民实现的理财收益往往低于期望收益

1. 居民存在收益期望偏高的问题

首先,如图7显示,37%的受访用户对于投资的年度期望收益在5%以内(包括“不亏就好”),23%用户的收益期望在5%-10%,而20%左右的用户收益期望在10%-20%。值得注意的是有超过10%的用户收益期望位于20-30%之间,甚至10%用户期望收益高于30%。考虑到绝大部分受访者的资产配置偏保守(银行理财占比居高),这说明相当部分(五分之一)的用户存在相对不切现实的高预期理财收益(高于20%)。

2. 期望收益和受教育程度正相关

受访者的预期收益率似乎与其受教育程度相关——按照受教育程度进行分组,我们发现小组的预期收益率随着教育程度呈上升趋势(图8);其中,博士研究生学历组别的预期收益率最高;但是博士生组别的预期收益率的方差同时也是偏高,说明这个群体的内部差异化也很大。总体来说,高学历投资者存在收益期望过高的现象,这或许与高学历受访者对于自己的投资理财能力更自信有关。

图7 居民对投资理财的期望收益

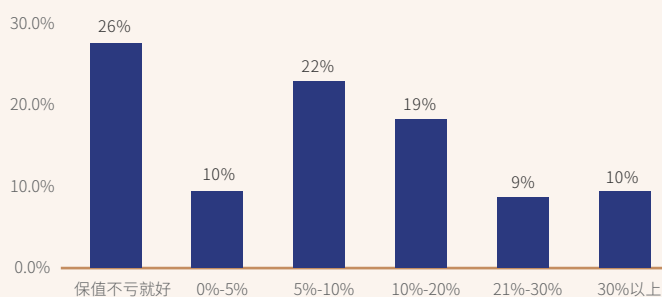
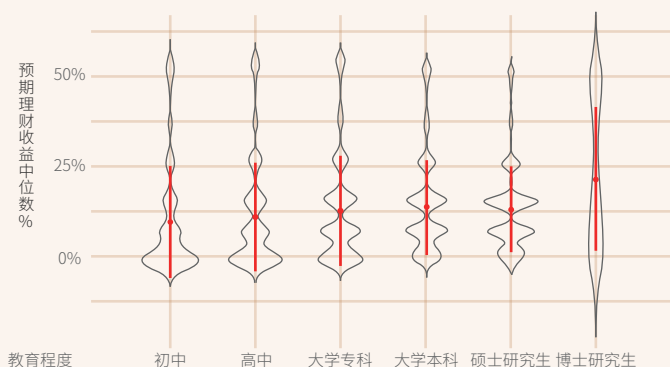
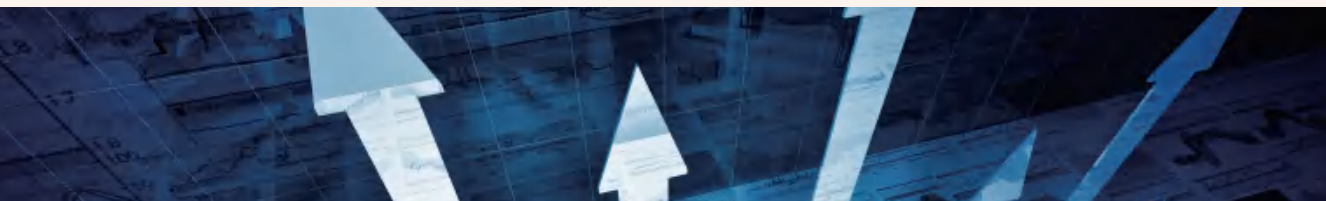


图8 学历与理财收益期望



小提琴图 (Violin Plot) 用于显示数据分布及其概率密度。红点为中位数, 细线为95%置信区间, 外部形状是显示不同值处的概率密度。



3.期望收益和实际收益存在一定的落差

虽然有40%的受访者抱有超过10%以上的收益预期,但2020年的实际收益实现超过10%的受访者只有32%;20%的受访者收益期望20%以上,而实际收益超过20%的受访者仅占16%。

从实际投资结果来看,受访居民的理财投资配置偏好比较集中,且相对保守,但有着较高的期望收益。也可以理解为用户并不清楚自己的风险意愿和能力所应该匹配的资产配置方法。在此情况下,更多地了解和评估自己的风险能力和意愿,同时了解资产配置中各类产品的风险等级和特点或许对居民增加风险收益的匹配度有所帮助。

对于有配置中高风险资产(股票,私募基金,另类投资以及海外市场投资)的用户,其配置的种类越多,理财收益率落差越大。从图10可以看出,资产配置越激进,理财收益率落差越大。

(二)多数居民认为自己不具备产品挑选能力或挑选能力较弱,特别是理财资产规模较小的群体

图11显示受访用户对于自己挑选理财产品的能力的自我评估。58%的用户认为自己完全不具备产品挑选能力或挑选能力较弱。这说明中国居民的金融投资素养仍然有待提高。

图9 2020年居民的投资理财实际收益

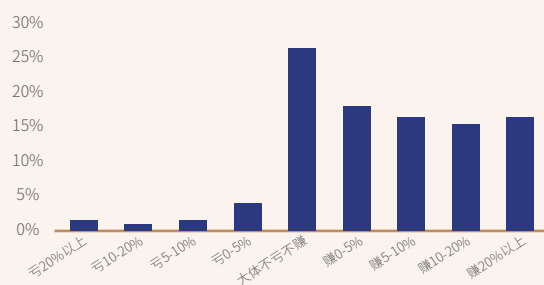


图10 理财收益率落差与中高风险资产配置数目

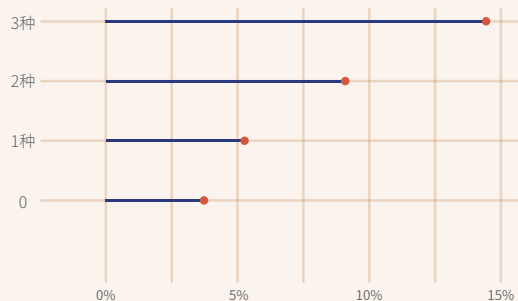
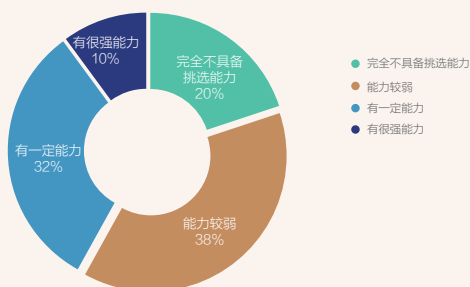


图11 居民对自我能力的评估



本次调研数据也显示挑选理财产品的自我能力评估与受访者的实际理财收益是成正比的,对自己产品挑选能力越有信心的用户实际收益越高(图12),说明自我评估真实反映了受访者的实际投资理财的能力。

同时,受访者对自身产品挑选能力的评估随着理财资产规模的增加而有所上升。图13根据理财资产规模对受访者进行分组,我们可以看到认可自己挑选理财产品能力的受访者占比随着理财资产规模的增加呈现上升的趋势。认为自己能力较强的比例最多的群体是理财资产规模大于100万的受访者样本。

图12 实际理财收益与自我能力评估

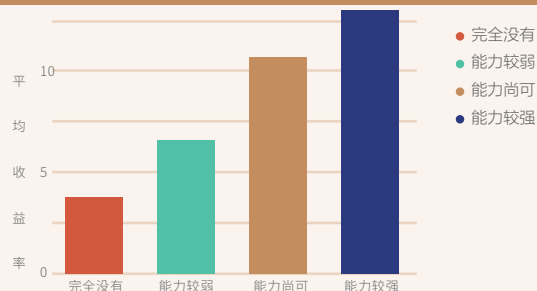


图13 理财资产规模与自我能力评估



(三)中国居民偏好寿险类的保险产品;不同收入来源、不同年龄的群体对保险产品类型的偏好不同

保险是风险管理的一种重要工具。调研显示,76%的用户有过保险购买经验,说明大部分用户对使用保险进行风险管理的必要性已有一定的了解。从财务规划的角度来看,保险的作用就是补偿未来不确定性风险所导致的损失。通过签订保险合同支付相对较低的保险费用,受保者可以将财务损失的风险转移给保险公司。另外,从资产配置的角度而言,保险产品也是居民家庭资产配置中非常关键的基础资产,能够增加资产配置多元化和资产安全的保障性,是整个资产组合的压舱石。

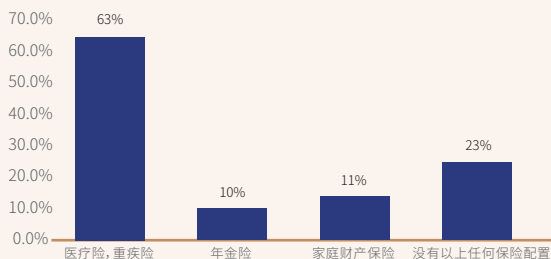
关于中国居民在保险类产品的配置行为,我们的研究发现:

1.中国居民优先选择寿险类的保险产品

在已配置保险的受访者中,对于保险产品的配置顺序,居民会优先考虑寿险类相关的医疗险、重疾险,然后再考虑财产险和年金险。如图14所示,医疗险和重疾险配置的比例较高,约为64%,年金险和家财险的配置比例较低,分别为10%和12%,而有接近24%的用户未配置任何类型的保险。

对大部分家庭来说,最宝贵的资产是人力资本,家庭主要收入来自于家庭成员的劳动力供应。家庭应该优先考虑寿险类的保险产品如重疾和寿险,以防止家庭成员(至少是那些高收入的家庭成员)可能遭遇的重病、死亡而导致的家庭收入下降。而医疗险侧重在解决医疗支付的不确定性和健康状况不佳时的医护费用风险。

图14 家庭保险配置类别



在年金险合同中,家庭预先一次性或定期支付保费,以换取未来持续的家庭受益人健在时的收入。这类产品像是人寿保险的镜像:人寿保险旨在防范投保人过早死亡给受益人带来的风险,以保护家庭及其成员;而年金险则考虑预期寿命延长的情况,防范资产耗尽的风险。面对长寿所带来的财务不确定性,家庭应该购买人寿年金险。然而,目前现状是家庭年金险的投入很少,这与其它国家的结果类似。例如,美国65岁以上的居民仅将1%的财富用于商业年金。

商业年金购买比例不高的原因是多元的。首先,社会保障福利尤其是养老金本身即为年金化的形式,因此多数居民认为有养老金之后便不需要商业年金进行补充。其次,由于年金解决“长寿不确定性”问题,在购买力有限的情况下,先解决医疗风险来确保自己更长的生存时间是用户更加常见的选择。

财产保险的购买比例一直存在较低的现象。例如,大多数家庭常常忽视购买洪水和地震等灾难性风险的保险,即使这些保险的价格不高或有政策补贴加持。用户常常低估这类风险发生的概率,同时寄望于遇见灾难风险时有政府救灾的举措等。

2. 保险种类的配置与用户的年龄相关

从图15可以看到,配置了年金险的人群整体年龄明显高于配置其它险种的人群的年龄,配置家财险的人群整体年龄最小。这一结果背后的原因可能是,一方面年长者对于养老金缺口的认知更充分、需求更加迫切,另一方面,由于购买力的原因,年长者更有能力负担年金的支出。这样的特征与生命周期理论对于保险产品配置的预测是一致的。

3. 收入来源对保险配置有明显影响

图16显示,收入来源为工资性收入的群体和退休金收入的群体进行保险配置的比例整体较低;以经营收入和投资收益为主的两个群体进行保险配置的比例较高。另外,在收入来源为配偶双方工资收入的群体中,中低收入人群(20万以下)不配置保险的比例高达98%;在收入来源为本人或配偶一方的工资性收入的群体中,中低收入人群(20万以下)不配置保险的比例高达90%;

对于收入来源为工资性收入的家庭,人力资本是家庭最宝贵的资产。由于收入来源依赖于劳动所得,一旦出现无法从事生产劳动的情况,收入将面临中断或急剧减少的风险,影响到家庭消费水平。因此通过购买保险来避免因疾病、意外和死亡带来的收入中断,应该成为工资性收入家庭管理风险的重要选择。

相对于工资性收入人群,经营性收入人群配置财产保险的意识更高。经营性收入人群购买比例为13%,工资性收入人群购买比例为6%。

图15 年龄与保险种类配置

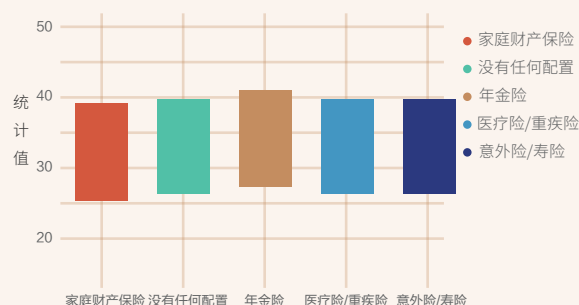
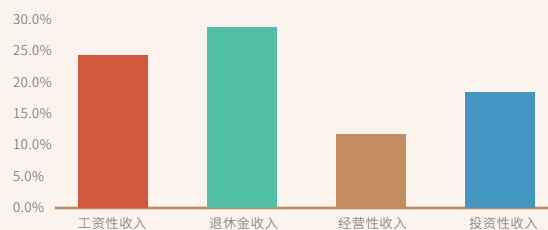


图16 不同收入类型未购买保险的比例



(四) 中国居民投机型投资风格比较明显,长期的价值投资习惯尚未养成

关于长期持有的理念,最好的例子是巴菲特关于价值投资中描述的“买入并长期持有”的方式。中长期投资收益是时间平滑后的复利,坚持长期投资可以避免短期波动对投资决策的影响,同时在配置标的的选择上可以更为广泛。然而,在实操层面中能够坚持这一投资方法的用户并不多。

以此次调研结果为例,图17显示,72%的受访用户愿意持有基金的时间在一年以内,这其中有27%的用户不愿意持有理财产品超过三个月,说明中国居民投资理财中存在机会型投资风格比较明显,长期的价值投资习惯尚未养成。

而在理财产品产生亏损的情况下,如图18所示,只能接受三个月以内亏损的受访用户高达近50%;86%的用户只能接受一年以内的亏损。

导致无法坚持长期持有理财产品的原因是多方面的。首先一个原因是回报的波动性,许多投资者在认为某基金表现不佳时会在短期内频繁申购赎回。在不考虑亏损的情况下,73%的受访者选择愿意持有期限为三个月以上(图17),而在亏损的情况下,用户只能容忍三个月期限的比例降低至50%(图18),可见波动性对于用户持有期限的影响是明显的。

其次,投资期限可能和投资者在选择基金时所关注的重点要素相关。图19所示,依照他人推荐购买理财产品的用户的平均持有时长最短。关注基金本身外部特点(如历史收益、费率、封闭期长短)的用户持有理财产品的期限都偏短,相反的,追随明星基金经理和基金品牌效应,以及关注基金的投资逻辑的投资者更倾向于长期持有。这些结果说明,如果一位投资者不了解理财产品的收益逻辑,对产品经理没有充分的信任,而仅仅依赖别人的推荐或停留在一些表面数据选择产品的话,则很难做到长期持有。

图17 愿意持有理财产品的时间

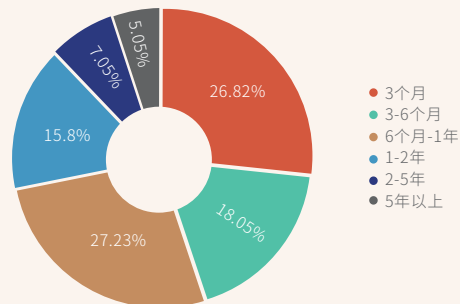


图18 用户能接受的亏损时长

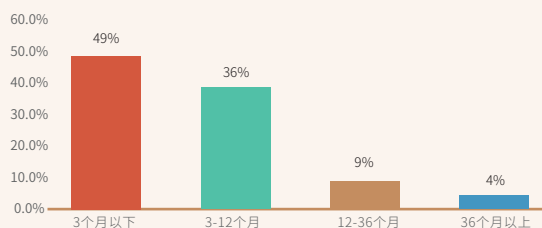
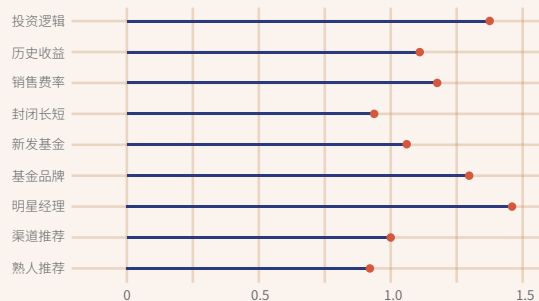


图19 理财产品持有时长与关注基金的要素



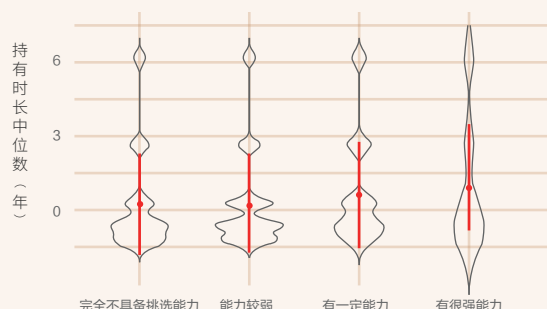
再者，不能坚持长期投资与缺乏理财规划和目标也有关系。在理财规划中，如果设定了不同期限的目标，就可以根据目标的性质和期限来匹配不同持有期限、不同收益的资产类别。专注目标将有助于降低其它噪音对长期持有的影响。

最后的原因是人们对即时满足的渴望。近年来社交媒体对理财的影响逐渐受到关注，有研究表明，社交媒体纷繁的信息会导致“与邻居进行攀比”（Keeping up with the Joneses）和超出自己支付能力消费等，导致无法专注于长期目标。

我们同时发现长期投资的理念随着受访用户的学历和收入变化而变化。学历和收入对投资产品持有期限的影响比较明显。首先，数据显示高学历和高收入人群更加倾向于长期持有（图20）。

居民对于自我投资能力的评估也会影响到中长期持有的行为。如下图21所示，对自身挑选能力自信的受访者（有一定能力和很强能力的受访者）持有理财产品的时间相对更长。长期投资的理念的形成与学历、投资能力正相关，说明通过教育提升的金融素养和投资能力有助于投资者形成更好的长期价值投资理念。

图21 理财产品挑选能力与持有时长



小提琴图 (Violin Plot) 用于显示数据分布及其概率密度。红点为中位数，细线为95%置信区间，外部形状是显示不同值处的概率密度。

图20 学历、年收入与理财产品持有时长



(五) 追涨杀跌现象在中国居民投资理财中普遍存在

2020年,股票市场的火热催生了基金销售的热潮。部分“千亿”规模的明星基金销售火爆,甚至产生了“日光基”。在这股基金销售热潮中,不乏一些非理性的投资现象。有些投资者像炒股一样炒基金,追涨杀跌,频繁申赎。大量的研究数据发现,投资者持有基金的平均时间非常短,且投资过程中存在追涨杀跌的现象。学术界将这种单纯因追逐历史业绩而流入基金的资金称为“傻钱”(dumb money)。这样的行为导致的现象是,尽管许多基金全年收益可观,但那些追涨杀跌的投资者却连零头都没有赚到。

在关于基金损失或取得收益时是否改变投资计划的调查中,数据显示当面临损失超过20%时,35%的投资者可能会改变;当收益超过20%时,近50%的个体选择增持(图22)。因此追涨杀跌现象在中国居民投资理财中是客观存在的。

追涨杀跌是投资理财中很常见的现象。导致这种现象的原因很多,但主要是和市场参与者的非理性行为有关。投资者存在各种认知的偏差,同时受市场情绪的影响,在获得好的收益时,很容易过度乐观,认为还有上涨空间,而在遭受损失时往往也会比实际情况更加悲观。同时,追涨杀跌也可能因为投资者决策的“锚定效应”或者“惯性思维”等心理偏差,即投资者倾向于把对未来的估计和已采用的估计联系起来,是一种先入为主的思维现象。但“涨的还会涨,跌的还会跌”的判断往往没有经济学依据。

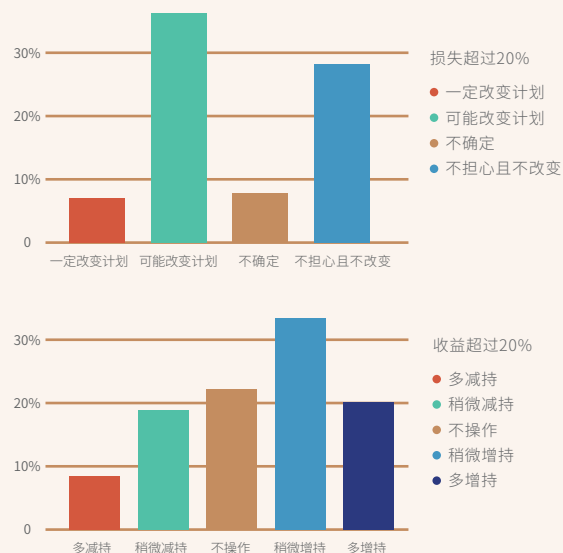
基金投资中的追涨杀跌行为也反映了居民的投资目的和基金产品的不匹配性。购买基金是出于对专业团队的信任,委托其对我们的资产进行管理。例如,购买股票基金的前提是投资者没有足够的能力或时间对股票进行筛选、投资和管理,因而委托基金经理代劳。然而,投资者择时买卖、频繁更换基金的做法违背了投资基金的初衷。短期的追涨杀跌行为只会导致“通过时间平滑长期投资回报”的作用消失。

(六) 定投行为尚未普及,但其优势已逐渐显现

定投是一种定期定额购买某一投资标的的方法。广义而言,定投的标的可以是定期存款、股票、黄金等,但日常中通常应用于基金购买。基金定投是指定期定额购买某一支或多支开放式基金。

普通投资者很难适时掌握正确的投资时点,而采用基金定期定额投资的方式,不论市场行情如何波动,投资者只需自行决定投资时间间隔、投资金额,便由银行等平台到期自动定额扣款,依基金净值计算购入的基金份额数。这样投资者购买基金的资金是按期固定投入的,投资的成本也比较平均。相比单笔的投资方式,避免了投资者自行择时的问题,对于非专业投资者而言更加友好并且降低了风险。

图22 基金损失、取得收益时是否改变投资计划



1. 金融素养(教育水平、投资经验)提升定投方式使用

定投的方式尚未在中国居民投资者群体中普及,如图5所示,只有25%的用户有定存或定投的财务习惯。

居民的定投行为具有一定的地理位置分布特征。上海、北京两市中有定投习惯的投资人比例分别为第一、第二;华东地区有定投习惯的比例最高,东北地区次之。城市等级越高⁵,进行定投的人群比例越大(图23)。这个现象可能和所处城市的金融市场的发展程度、金融素质教育程度是相关的。

不同人群采用定投方式的偏好并不相同。基于受访用户对于自身理财能力的自我认知进行分类,调查数据显示完全没有理财能力或者理财能力特别强的群体中有定投习惯的人群比例十分低。如图24所示,对于完全不具备理财能力的群体而言,定投人群相对于非定投人群的比例要少50%;对于具备很强理财能力的群体而言,定投人群相对于非定投人群的比例要少30%。前者可能受限于其对定投方式的理解,而后者往往因为对自身理财能力比较自信而选择更加主动的理财方式。

对于占居民比例最高的理财能力较弱或者有一定理财能力的群体,更多人选择采用定投方式。在有一定理财能力的群体中,定投人群比例比非定投人群比例多达41%。说明具备一定理财能力的中国居民投资者在认识到定投的好处之后,更加倾向使用这种投资理财方式。这一结果也从侧面反映了居民理财行为趋向理性化。

图5居民采取的家庭财务措施

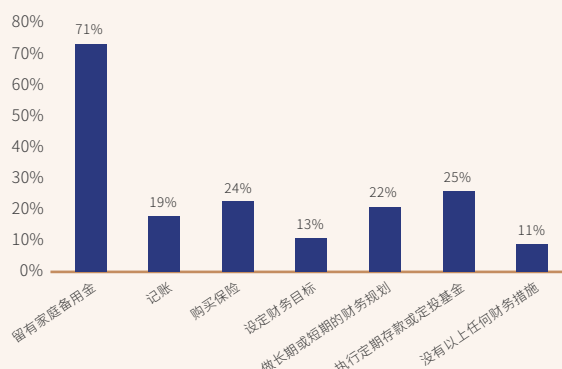


图23 城市等级与定投比例

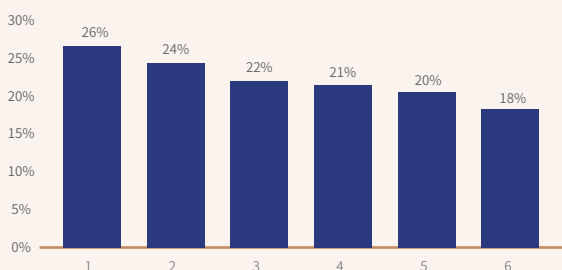
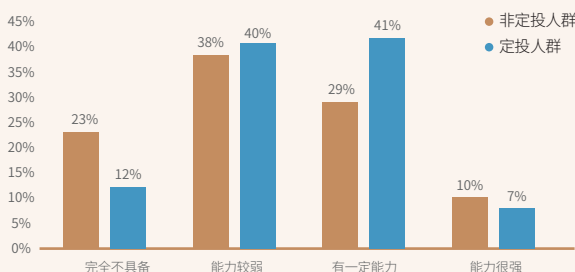


图24 是否定投与理财能力的自我认知



注解：

⁵ 参照第一财经2020年城市等级,县级市(区、盟)为六线。

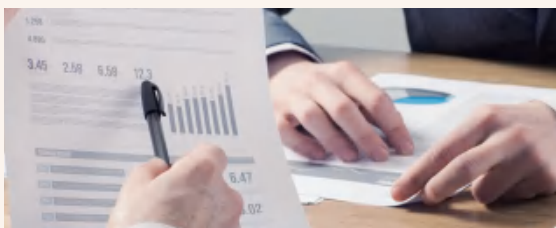


图25对于以上的结论提供更加直观的展示。定投的使用比例和居民的投资理财经验成正相关,即投资人的理财认知水平越高、理财经验越丰富,使用定投方式的比例就越大。

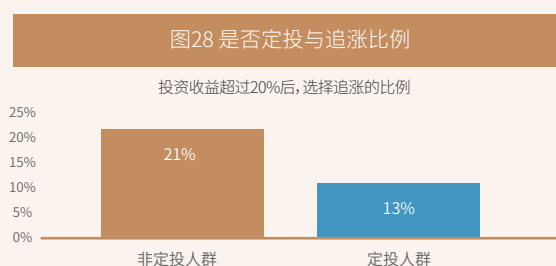
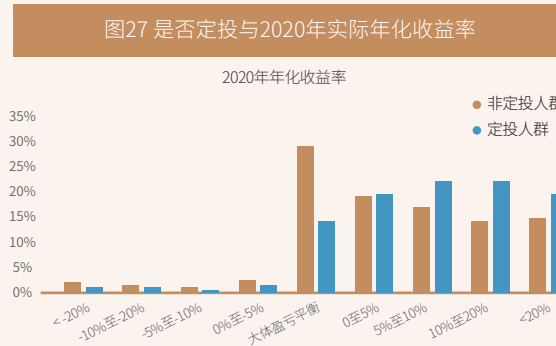
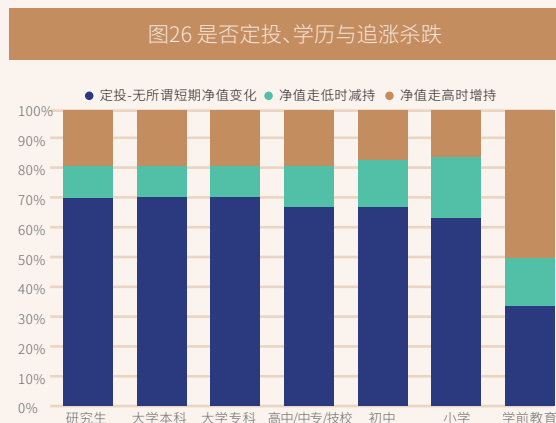
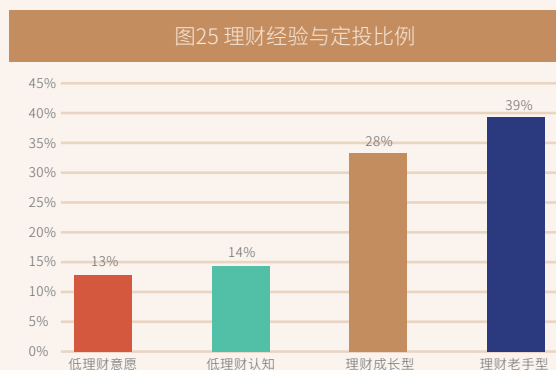
如果我们用学历作为间接衡量投资理财能力的变量,我们发现教育学历越高的群体,有定投习惯的人群比例就越高,同时“净值走低时减持”和“净值走高时增持”的行为相对更弱,定投习惯结合教育,可以有效抑制“追涨杀跌”行为。

总体而言,这部分的数据分析显示,金融素养(包括教育水平、投资经验)越高的人群,使用更有纪律性的定投理财方式的比例越高,“追涨杀跌”的非理性行为也会更少。

2. 定投提升理财收益;具有定投习惯的居民受到追涨杀跌情绪的影响更少,对于短期亏损的心态更平稳,持有理财产品的时间更长

从受访者的2020年实际收益来看(图27),有定投习惯的用户收益比没有定投习惯的用户收益高。这部分的收益可能来自更有纪律性的投资,使得投资者规避掉频繁的择时和追涨杀跌行为,获得时间平滑后的长期投资回报的收益。

在图28所示的数据中,这个具有纪律性投资效果的假设得到验证。在手中收益超过20%之后,选择追涨的定投人群只有13%,而这个比例在非定投群体中占到21%,说明有定投习惯的投资人在取得较好基金投资收益后不会大规模追涨。



如图29所示,在投资蒙受20%的损失之后,定投人群选择不改变原有投资计划的比例(33%)也高于非定投人群(28%),即定投人群在基金回撤后不会轻易改变自己的投资计划。

如图30和图31所示,有定投习惯的投资人,对基金回撤的容忍度更高,对下跌感到不安的阈值也更高。平均而言^⑥,有定投习惯的投资人在基金亏损超过25%会明显不安,而没有定投习惯的投资人在基金亏损超过20%就会明显不安。有定投习惯的投资者可以容忍基金亏损10.4个月,而没有定投习惯的投资者仅能容忍基金亏损7.8个月。

总体而言,具有定投习惯的居民更不易受到追涨杀跌情绪的影响,对于短期的亏损的心态更平稳,持有理财产品的时间更长。这些现象都反映了投资理财的纪律性使得投资者行为更加理性。

(七)较少的居民会寻求专业投顾的建议;专业投顾帮助提升居民金融产品挑选的信心、助力长期价值投资

公募基金投资顾问业务,主要是指拥有相关资质的基金投资顾问机构,接受客户委托,在客户授权范围内,按照协议约定为客户进行基金具体品种、数量和买卖时机的选择,并代替客户开展基金产品申购、赎回、转换等交易申请的业务。

本次调研发现,在获得投资理财建议和信息的途径方面,仅有31%左右的用户会寻求专业投顾的建议。

图29 是否定投与是否杀跌

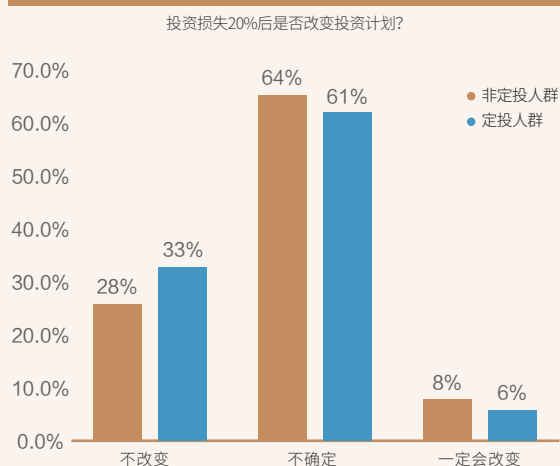


图30 是否定投与亏损不安感阈值

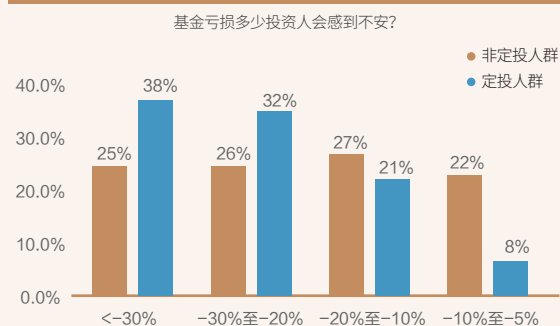
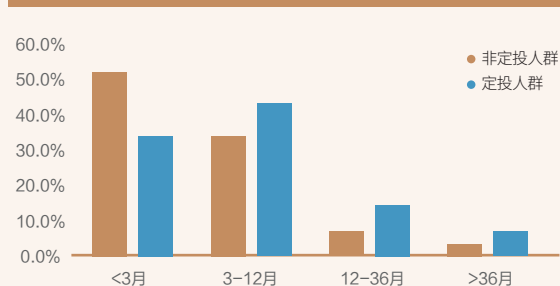


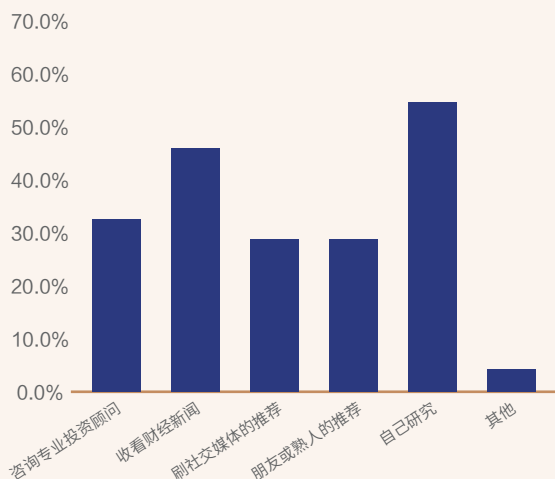
图31 是否定投与亏损后的持有时长



注解:

⑥ 此处采用区间中点加权平均方法获得。即闭区间取区间中点、开区间取区间起点,加权平均得到该阈值。

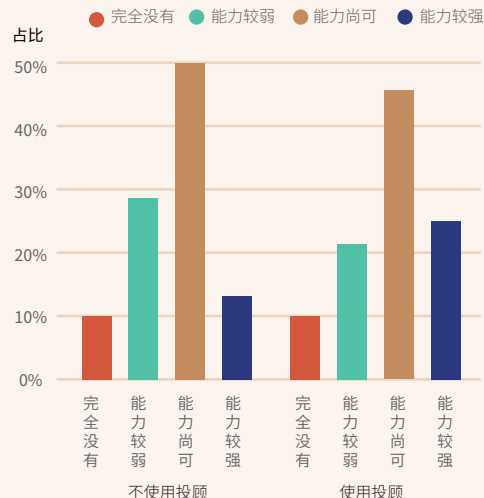
图32 居民获得投资理财信息和建议的方式



从投顾的使用来看,使用了投顾的群体对自身的产
品挑选能力明显更为自信。因此,专业建议对提升受访
者对于金融产品挑选能力的信心有所帮助。

上海高级金融学院和嘉信理财曾在《2017年中国
新富人群财富健康指数》报告中对投资者实现其财务
目标的信心进行了评估和比较,发现有正式财务顾问
的投资者比没有财务顾问的投资者具有更高的实现
其财务目标的信心(47%比35%)。有一个正式的财务
顾问可以帮助投资者进行科学的财务规划,而科学的
财务规划会显著改变其投资行为和结果。例如,具有
正式财务规划的投资者持有更均衡、更合理的投资组
合(如持有更少的现金和房产等),且其持有的投资组
合更加多样化(如持有更多股票和更倾向于投资海
外投资产品等),为此,其总体财务信心更高。本次调
研结果也正好验证了这个观点。对挑选产品能力的
自信,正是构成用户财务信心的重要组成部分。

图33 是否使用投顾和理财产品挑选能力



为了验证专业投顾的使用对于理财收益是否有影
响,我们把受访用户的实际收益率中位数⁷回归到一系
列用户的专业投顾使用的因素和其它理财行为上,发
现(表1):

(1) 咨询专业投顾的良好投资习惯对于理财收益的
提升有正向作用。

(2) 选择第三方互联网平台和银行、基金网站或应
用作为理财平台,对理财收益率产生正向贡献。可能因
为其能够提供的丰富产品有助于满足投资者的不同偏
好和需求。

(3) 理财产品的持有时长对提升收益率有显著帮助,
表明减少短期频繁操作,采用长期价值投资的理念对
获取较高的理财收益有明显作用。同时,减少在损失时
立即改变原来投资计划的习惯也会提升理财收益。

(4) 个人的理财产品挑选能力对理财收益率的影响显
著,能力越强收益也越高。

注解:

⑦ 调查问卷给出的是每个用户的实际收益率区间,我们对每位用户取区间中点作为该用户的收益率,所以称为收益率中位数。

表1 影响投资收益率的投顾使用等因素

变量	估计值	标准误	p值
截距	6.228***	0.725	0.000
是否咨询专业投顾	0.764***	0.128	0.000
理财产品持有时长中位数	1.034***	0.057	0.000
冲突时听取投顾建议	-0.532***	0.165	0.001
线下渠道	-0.389	0.275	0.158
银行与基金网站或App	0.770***	0.256	0.003
第三方互联网平台	1.569***	0.254	0.000
投资额度数	0.002**	0.001	0.031
年收入中位数	0.120***	0.007	0.000
损失时改变计划	-1.706***	0.118	0.000
理财产品挑选能力完全不具备挑选能力	-1.555***	0.162	0.000
理财产品挑选能力有一定能力	3.369***	0.140	0.000
理财产品挑选能力有很强能力	5.546***	0.228	0.000
教育程度	控制		
调整后R方	0.177		
样本量	20099		
显著性水平：***, **, *分别表示在0.01, 0.05, 0.1的水平显著； 连续变量均经过双侧0.05缩尾处理。			



四、政策建议

（一）需要全面提高居民财务风险管理水平

风险管理作为家庭财富管理的重要环节，是结合风险诊断、风险转移和风险补偿等元素的综合体系。

就时间维度而言，风险管理又可以分为短期和长期风险管理。从我们的调研数据来看，由于我国居民普遍有储蓄的习惯，在应急金的准备方面相对充分，因此在应对短期的财务风险方面比较稳健。但在长期风险管理方面，保险的配置仍较为参差，健康与医疗是大家主要关注的风险点，而养老和财产方面的风险尚未得到充分重视。这可能是由于我国居民对长期风险没有清晰的认知，缺乏长期财务目标及规划，从而无法进行合理的长期风险管理。

在投资理财风险方面，应关注资产配置多元化问题。资产配置多元化，也应该结合长短期的财务目标，匹配与自身财务状况、风险能力相适应的各类产品。

（二）关注投资者行为中的偏差

本次调研发现，学历和收益期望相关，教育水平处于极高和极低两端的人群相比于其他学历水平，明显拥有更高的期望收益，其中是否存在过度自信的行为偏差值得持续关注和讨论。另外值得注意的是，我国居民在投资中存在的诸如追涨杀跌的行为给他们的投资收益带来负面影响，而具有纪律性的投资行为，如定投等，是可以纠正这些行为偏差、提高投资收益的方式。

（三）关注投顾市场的发展和应用

本次调研发现，专业投顾的应用在帮助用户提升产品挑选能力和获取更加稳定的理财收益方面有较为明显的作用。无论从政策还是市场需求的角度来看，专业投顾的作用在未来投资理财的发展中会愈发重要。

团队介绍

中国金融研究院

中国金融研究院(CAFR)是依托于上海高级金融学院(SAIF)建立的国际水平的开放研究平台和高端智库。CAFR旨在运用现代金融经济理论与实践经验,帮助社会各界解决重大金融问题和挑战;为中国现代金融市场的建设和发展提供满足市场和政策需求的创新思路、方案、产品和技术。

CAFR具备国际一流的研究团队,目前包括国内外著名金融学者、资深政府官员和金融机构高管共70余名。这个团队既具有全球视野、通晓金融理论与实务,又对中国市场有深刻理解。成立至今,CAFR已经取得了丰硕的成果:在国际顶级杂志发表文章60余篇;完成60余项涉及国际、国内和地区各层面的重大金融问题研究;创立的“夏季金融峰会”已成为国内最具国际影响力的金融学术交流平台;组织的“上海金融论坛”已成为上海建设国际金融中心的高端交流平台。

蚂蚁集团研究院

蚂蚁集团研究院是蚂蚁集团内部战略分析和学术研究机构,围绕普惠金融行业发展和金融服务实体经济相关重大问题,以及数字金融理论和行业发展趋势,开展战略分析、理论研究和应用探索等工作。蚂蚁集团研究院广泛与国内外政策部门和学术界展开数字金融前沿性联合研究,通过大数据建立一系列指数产品和分析模型,构建以数据实验室为主体的研究开放平台,为学术研究提供实证分析支持,为数字金融发展提供理论思考,为公共决策提供量化分析参考。概括之,为研创新之道,取科技之势,护实体之航。

研究团队

中国金融研究院

屠光绍 全国政协委员、上海交通大学兼职教授
上海高级金融学院执行理事

严弘 上海交通大学上海高级金融学院 学术副院长

吴飞 上海交通大学上海高级金融学院 教授

许洁 上海交通大学中国金融研究院 研究员

徐翊豪 上海交通大学中国金融研究院 研究助理

牛小涵 上海交通大学中国金融研究院 研究助理

蚂蚁集团研究院

李振华 蚂蚁集团研究院 院长

马晓崑 蚂蚁集团研究院 研究专家

邓瑶 蚂蚁集团研究院 研究事务总监

张韵 蚂蚁集团研究院 研究专家

王芳 蚂蚁集团研究院 数据模型总监

马冬冬 蚂蚁集团研究院 研究事务总监

张溢恬 蚂蚁集团研究院 研究助理

王静进 蚂蚁集团财富事业群资产策略专家

本报告由上海交通大学中国金融研究院团队独立分析并撰写完成,蚂蚁集团研究院提供问卷设计支持、问卷发放渠道支持及业务实践调研等,后续将引入其他机构的问卷渠道,致力形成中国财富管理行业的权威报告。



CAFR 中国金融研究院
CHINA ACADEMY OF FINANCIAL RESEARCH

Ant Group Research
蚂蚁集团研究院