

学校编码：10384 分类号密级

学号：15320141152151

UDC

廈門大學

硕士学位论文

社会网络与中国城镇家庭股市参与率研究

A Study of Social Network and Urban Household Stock  
Market Participation in China

指导教师姓名：

专业名称： 发展经济学

论文提交日期：2017 年 月

论文答辩时间：2017 年 月

学位授予日期：2017 年 月

答辩委员会主席：

评阅人：

2017 年 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年月日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

( ) 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于年月日解密，解密后适用上述授权。

(  ) 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

## 摘要

在经济金融不断发展的今天，社会总财富和居民收入同时增加的情况下，家庭作为一个基本单位，如何在不确定环境下进行资产配置以实现其财富目标日益受到关注。随着我国金融市场的发展和金融产品种类的丰富，金融资产在家庭资产中所占的比重日益增加。虽然中国家庭开始参与股票、基金、期货、贵金属等金融风险资产的投资，然而与欧美发达国家相比，储蓄在我国家庭金融资产中仍占据主要地位，我国家庭金融资产配置明显地呈现出风险化程度低的异质性特征。传统的资本资产定价理论指出，每个家庭都会将一定比例的财富投资于风险资产以获得高收益，且投资比例仅取决于其风险偏好水平，而反观现实，情况并非如此。如果要提高我国家庭的股市参与率，就需要探究影响我国家庭的股市参与率的因素有哪些。本文试图从社会网络的角度出发，对我国城镇家庭的股市参与行为进行深入研究。

本文基于2011年“中国家庭金融调查”的微观数据，并借助“除本家庭外的省平均礼金支出”、“除本家庭外的省平均红白喜事支出”、“除本家庭外的省平均通讯费用”为社会网络三个代理变量的工具变量，实证分析了社会网络对城镇家庭股市参与率的影响。回归结果表明：在控制了户主特征和家庭特征相关变量后，礼金支出和通讯费用度量的社会网络对城镇家庭股市参与率具有显著正影响，在这方面支出越高的城镇家庭，进入股市的可能性越大，而喜事支出度量的社会网络对城镇家庭股市参与率并无显著正向影响，这与喜事支出具有偶然性，不如节假日支出和通讯费用稳定相关，这种偶然性的冲击会挤出当年的股票投资。本文的结论说明，在资本市场发展的道路上，不能忽略社会特征和社会结构。家庭作为重要的基本微观主体之一，中国资本市场的健康发展离不开家庭的积极参与。政府机构在制定金融政策时，要考虑政策对处于不同社会结构网中家庭的不同影响，全面深入考量金融政策给不同群体带来的不同的冲击和效应，以推动中国资本市场的长远和健康发展。

**关键词：** 社会网络； 股市参与； Probit 模型

---

## Abstract

With the development of China's economic and finance, the total social wealth and residents' income are increasing. As the basic unit of society, family how to carry out asset allocation in order to achieve its wealth goals is increasingly draw the attention of public. Nowadays, China's financial market is being geared to international standards, more and more financial products are coming into people's sight. As a result, the proportion of financial assets in family assets is gradually increasing. China's families begin to invest in stocks, funds, futures, precious metals, and some other risk assets. But compared with developed countries in America and Europe, saving still holds the dominant position in Chinese household financial asset, Chinese household asset allocation apparently shows the characteristics of lower risk level and heterogeneity. The traditional theory of capital asset pricing shows that every family will invest a certain percentage of its wealth in risk asset to obtain high return, and the proportion of investment depends on only its risk attitude. However, the fact do not fit the theory. This paper tries to analyze the impacts of social network on the stock participation rate of Chinese urban families.

Based on the microeconomic data from 2011 "China Household Finance Survey" in 2011 and by means of instrumental variable "other household holiday average gift spendings", this paper is an empirical analysis of the influence of social network on the stock participation rate of urban families. The regression results show that the holiday spendings and communication costs of social network have a significant positive impacts on the urban families' participation in the stock market after controlling the irrelevant variables such as householder characteristics and family characteristics. The higher the expenditure on the household social network, the greater the possibility of entering the stock market.

The conclusions of this paper show that the social characteristics and social structure can not be neglected on the way to capital market structure and development.

---

As one of the important basic micro-subject, family's active participation contributes a lot to China capital market development. Therefore, the government should work out financial policies comprehensively and thoroughly in consideration of different effects of policies on the families in different social networks so as to promote the long-term and sound development of China's capital market.

**Keywords:** social network; stock market participation; Probit model

厦门大学博硕士学位论文摘要库

---

# 目录

摘要 .....	I
ABSTRACT .....	II
CONTENTS .....	VI
<b>第一章 绪论</b> .....	<b>1</b>
1.1 问题的提出 .....	1
1.2 研究目的和研究意义 .....	2
1.2.1 研究目的 .....	2
1.2.2 研究意义 .....	3
1.3 研究方法与论文结构 .....	3
1.3.1 研究方法 .....	3
1.3.2 论文结构 .....	4
1.4 创新之处 .....	5
<b>第二章 文献综述</b> .....	<b>6</b>
2.1 家庭资产选择 .....	6
2.1.1 现代资产组合选择理论 .....	6
2.1.2 家庭资产选择扩展研究 .....	7
2.2 社会网络文献综述 .....	12
2.2.1 社会网络的定义 .....	12
2.2.2 社会网络的分类 .....	14
2.2.3 社会网络相关理论 .....	14
2.2.4 社会网络的作用 .....	17
2.2.5 社会网络的测量 .....	19
<b>第三章 中国与美国家庭资产选择比较</b> .....	<b>20</b>
3.1 美国家庭资产构成特征 .....	20
3.2 中国家庭资产构成特征 .....	22

---

3.3 中美家庭金融资产投资的差异.....	25
<b>第四章 社会网络与城镇家庭股市参与率研究.....</b>	<b>26</b>
4.1 引言.....	26
4.2 数据来源.....	27
4.3 理论模型.....	28
4.4 实证分析.....	30
4.4.1 变量选择与统计性描述.....	30
4.4.2 模型设定与实证分析.....	34
4.4.3 内生性问题.....	41
<b>第五章 总结与政策建议.....</b>	<b>43</b>
5.1 结论与不足之处.....	43
5.1.1 本文结论.....	43
5.1.2 不足之处.....	43
5.2 政策建议.....	44
<b>参考文献.....</b>	<b>45</b>



---

# CONTENTS

<b>ABSTRACT</b> .....	I
<b>CONTENTS</b> .....	VI
<b>ONE INTRODUCTION</b> .....	1
1.1 Research Background.....	1
1.2 Research Purpose and Meaning.....	2
1.2.1 Research Purpose .....	2
1.2.2 Meaning .....	3
1.3 Research Methods and Framework.....	3
1.3.1 Research Methods .....	3
1.3.2 Framework .....	4
1.4 Main Innovation.....	5
<b>TWO REVIEW</b> .....	6
2.1 Household Assets Portfolio .....	6
2.1.1Modern Portfolio Theory .....	6
2.1.2Modern Portfoli Expansion Theory.....	7
2.2 Social Network.....	13
2.2.1 the Definition of Social Network .....	13
2.2.2 the Classification of Social Network .....	14
2.2.3 Social Network Theory .....	15
2.2.4 the useness of Social Network .....	17
2.2.5 the Measurement of Social Network .....	19
<b>THREE Comparison Between Chinese and American Household Portfolio</b> .....	<b>20</b>
3.1 Characteristics of American Household Portfolio .....	20

---

3.2 Characteristics of Chinese Household Portfolio .....	22
3.3 Differences Between Chinese and American Household Portfolio .....	25
<b>FOUR Study of Social Network and Urban Household Stock Market</b>	
<b>Participation .....</b>	<b>26</b>
<b>FIVE Social Network and Urban Household Stock Market Participation .</b>	<b>29</b>
4.1 Instruction.....	26
4.2 Data Sources .....	27
4.3 Theoretical Model.....	28
4.4 Empirical Analysis .....	30
4.4.1 Variables Selection and Descriptive Statistics .....	30
4.4.2 Model and Empirical Analysis .....	34
4.4.3 Endogeneity .....	41
<b>FIVE SUMMARY AND POLICY RECOMMENDATIONS .....</b>	<b>43</b>
5.1 Conclusions and Inadequacies .....	43
5.1.1 Conclusions.....	43
5.1.2 Inadequacies.....	43
5.2 Policy Recommendations .....	44
<b>REFERENCES .....</b>	<b>44</b>

## 第一章 绪论

### 1.1 问题的提出

在当代社会，家庭金融的重要性日益凸显。在欧美发达国家，家庭金融已渐渐成为与公司金融、资本资产的供给和定价等传统金融研究方向比肩的一个新的独立的研究方向（Campbell, 2006）。过往的研究主要集中在资本资产的供给与定价和公司金融等传统领域：资本市场上，资产价格由什么决定以及如何决定，资产报酬率如何反应风险，企业家如何合理使用金融工具以最有效率的使用资金和获取最大利润，怎样解决委托代理问题产生的道德风险等问题等。但与公司金融相比，家庭金融有许多独有的特征：家庭必须在一个较长但有限的生命周期内进行资产规划和配置、家庭拥有的人力资本是不可交易资产、家庭的主要资产房产是非流动性资产、家庭面临借贷约束和复杂的税收、家庭比公司更不理性等。

家庭金融研究家庭如何在不确定性的环境下，运用各类金融工具实现家庭资产的保值和增值，这也是金融研究的核心问题之一。随着我国金融市场的不断发展，金融产品可选择范围的不断扩大，以及家庭可支配收入的快速提高，金融资产在家庭资产中所占的比重将越来越大，并且家庭选择金融资产的行为也越来越复杂多样，不再是过去单一的储蓄型存款，家庭开始转向股票、基金、期货、债券、贵金属等风险金融资产的投资。然而与发达国家相比，储蓄在我国家庭金融资产中仍占据主要地位，我国家庭金融资产配置明显地呈现出风险化程度低的异质性特征，具体表现为：当前我国居民在银行的储蓄存款已经突破 42 万亿，家庭金融资产中有超过 50% 用于储蓄存款，而家庭金融风险资产的参与率仅为 20.94%，家庭的股市参与率则更低，为 8.82%。（甘犁等，2012）。

传统的资本资产定价理论指出，每个家庭都会将一定比例的财富投资于股票以获得高收益，且投资比例仅取决于其风险偏好水平，而反观现实，情况并非如此。那么，为什么现实中许多家庭并没有参与股票的投资？中国家庭对股票市场参与率为什么远远不如西方发达国家呢？考虑到中国是一个典型的“关系型”社会，人们在节假日访亲走友，在红白喜事上相互支持，家庭在做出重要的决策时，一般都会向亲戚朋友寻求建议，因此本文试图从社会网络的角度出发，来实证分析此问题。本文首先要分析的问题是：社会网络是否能够促进家庭参与股票投资？

一方面，在中国，中国家庭股票市场参与率低的一个很重要的原因就是中国资本市场的起步相对于欧美发达国家而言较晚，金融普及还不全面，大众对金融领域相关的知识还处于较缺乏的阶段，特别是对多种多样的风险资产的了解和认识都有限，而社会网络可以发挥“信息桥梁”的作用，使家庭能够获取到相关信息，从而增加投资获利机会，降低投资失误的概率（Graimovetter）。中国是典型的“关系”型社会，社会网络的这一“信息桥梁”的作用更加凸显，基于此，家庭的社会网络可能直接影响参与股票投资这一较复杂的金融投资；另一方面，在中国，正式保险制度还不完善的条件下，社会网络在一定程度上起到了“非正式保险机制”的作用，使得网络内部成员在未来面临困境时具有更强的风险抵御能力，提高了网络内部成员当前的风险偏好水平，使得他们可能倾向于去配置一定比例的股票资产。

## 1.2 研究目的和研究意义

### 1.2.1 研究目的

本研究的主要目的有以下几点：

1、探究经典的资产组合选择理论与实际中家庭资产配置情况存在差异的原因。现代经典的资产组合选择理论指出，所有家庭都会将一定比例的资产投资于股票等风险资产以求获得高收益，而具体投资比例则与家庭的风险态度有关。而现实中许多家庭没有参与股票的投资，家庭股票市场的参与率远低于理论预期水平，那么是什么因素导致理论与现实的差距呢？本文的目的之一就是从社会网络的角度出发探究家庭股票市场的“有限参与之谜”。

2、研究我国家庭资产选择的特征。欧美等发达国家的学者对其家庭资产选择的特征进行了较为系统的研究，为我们研究我国家庭资产选择的特征提供了有价值的理论研究成果，但是文化传统与社会背景的不同使得我国家庭资产选择有其独特的特征，本文将就该问题进行较为深入的分析，阐明我国家庭资产选择的特征。

3、检验家庭社会网络对股票投资的影响。本文的核心研究目的就是从实证出发，探究社会网络与家庭股票投资之间的关系。由于我国较长时间以来都缺乏详细的家庭资产组合的大型微观数据，导致我国关于家庭金融资产选择的相关实

证研究较少，中国家庭金融数据（CHFS）这一全国性调查数据库的出现填补了这一空白，为我们提供了实证的数据基础。长期以来，中国居民储蓄率一直在全球名列前茅，而风险金融资产的参与率却大相径庭，特别是股票市场的参与率仅为个位数，如何将居民储蓄存款转化为股票投资，以达到提高居民金融投资的收益并服务于实体经济企业的目的，这是国家高度关注的一个问题，本文的研究主题有助于为促进居民储蓄转化为股票投资提供相关的政策建议。

### 1.2.2 研究意义

第一、基于中国家庭金融调查的全国性调查数据库，探究并解释影响中国城镇家庭参与股票投资的因素，比如户主层面特征：年龄、性别、受教育程度、风险态度等；家庭层面特征：家庭规模、家庭收入、家庭房产价值、家庭储蓄等，以及关键解释变量：社会网络。

第二、梳理家庭微观数据，了解中国当前家庭的资产构成、人口统计学特征、家庭金融资产的配置情况以及股市参与率等。从而有助于政策制定者在政策层面更好地帮助家庭改进并完善投资规划，合理进行各种不同风险和收益的资产配置，实现家庭财富目标的同时提高家庭整体福利效用。

第三、对家庭金融资产选择的研究，能为我国宏微观经济政策的制定提供参考，有助于解答相关方面的疑问并有助于政策制定者正确地做出利于金融市场健康发展、利于百姓健康投资的政策，比如家庭是否可以对退休金账户进行自主配置，金融机构该如何对金融产品进行充分适当的信息披露，如何更有效地维护投资者利益等。

## 1.3 研究方法 with 论文结构

### 1.3.1 研究方法

本文分析了影响我国城镇家庭参与股票投资的不同因素，并重点研究了社会网络对股票投资的影响。本文基于经济金融理论，利用中国家庭金融调查数据库，建立计量模型，进行实证分析。

具体而言，本文采用以下方法：首先是建立理论模型得出结论，其次是实证分析验证理论模型的结论。在实证分析上，本文根据被解释变量“是否参与股市投资”是一个二值选择变量，采用了 Probit 估计模型、Logit 估计模型，以及为

了解决可能存在的内生性问题，引入了工具变量“除本家庭外的省平均礼金支出”、“除本家庭外的省平均红白喜事支出”、“除本家庭外的省平均通讯费用”进行估计。

关键变量的测量及拟解决的问题：（1）社会网络的定义和测量。社会网络是一个多维度的概念，不同的文献对社会网络有不同的理解和定义，因此社会网络的合理界定与测量对本文至关重要，本文的社会网络指的是家庭层面的，中国传统的家庭社会网络是基于血缘和地缘关系的，即亲戚朋友邻居等，现代的社会网络还包括同事关系。所以，本文将用家庭的节假日礼金支出、红白喜事支出以及通讯费用来度量社会网络这一关键解释变量。（2）关键解释变量的内生性问题。本文使用 Probit 模型考察社会网络对城镇家庭股市参与率的影响。在实证研究中，关键变量的内生性问题是必须面对且必须提供适当的解决方法的一个问题。本研究也考虑了内生性问题。本文的关键解释变量社会网络对家庭股市参与率可能是内生的，那么该如何寻找合适的工具变量以避免内生性对估计结果带来的偏误是本研究面临的一大难题。首先，本文将用 Durbin-Wu-Hausman 检验对关键解释变量的内生性进行检验，同时用第一阶段估计的 F 值检验法对工具变量的有效性进行检验，尽可能的筛选出最适合的工具变量。其次，本文在选取解释变量时尽可能全面，包括户主年龄、性别、受教育程度、风险偏好水平，以及家庭规模、家庭收入、家庭房产价值、家庭储蓄，以避免由于遗漏变量而导致的内生性问题。

本文根据研究目的以及拟解决的难题，在对已有文献进行梳理和总结的基础上，先从统计数据上，对我国和欧美发达国家的家庭金融资产选择特征进行比对和分析，然后基于中国家庭金融调查这一数据库实证分析社会网络对城镇家庭股票参与的影响，最后对研究结果进行总结并有针对性的提出相关政策与建议。

### 1.3.2 论文结构

本文共计五章，以下对论文结构做简要概述：

第一章为绪论，交代了问题提出的背景和依据、研究目的和意义，介绍了本文的研究方法与论文结构以及总结了本文可能存在的创新之处。

第二章为相关文献综述，梳理总结了家庭资产选择、社会网络等相关领域的国内外文献。关于家庭资产选择的文献，首先介绍了现代资产选择组合理论，然

后对造成理论与现实的差距的可能原因的已有扩展性研究进行梳理总结。关于社会网络文献,分别就社会网络的定义、分类、作用以及社会网络的测量展开综述。

第三章为中国家庭与美国家庭资产选择统计特征的比较和分析,首先,用 SCF 数据分析总结美国家庭资产选择特征;然后,用 CHFS 数据分析总结中国家庭资产选择的特征;最后,总结了我国与美国家庭资产选择的差异,以及中美家庭资产结构的差异的相关启示。

第四章为为社会网络与我国城镇家庭股市参与率研究,首先,简单介绍了 CHFS (中国家庭金融调查) 2011 年的数据,并对本文所涉及的可能影响中国城镇家庭股市参与的因素进行了统计性的描述。其次,选用了“节假日(春节中秋节等)礼金支出”、“红白喜事(做寿庆生)支出”、“通信费用”这三个代理变量对社会网络进行度量,运用 Probit、Logit 模型考察社会网络对城镇家庭股市参与率的影响,考虑并解决内生性问题。

第五章为总结及政策建议,对本研究的主要结论进行总结,并在此基础上提出相应的政策建议。

## 1.4 创新之处

本文的创新之处,作者认为有以下几点:

第一、在中国城镇家庭的股票参与率的影响因素中引入社会网络这一社会学概念,并将家庭社会网络用“节假日(春节中秋节等)礼金支出”、“红白喜事支出”以及“家庭通讯费用”这三个代理变量来具体度量,从而考察社会网络对城镇家庭股市参与率的影响。

第二、引入“除本家庭外的省平均礼金支出”、“除本家庭外的省平均红白喜事支出”、“除本家庭外的省平均通讯费用”作为社会网络三个代理变量的工具变量,以解决关键解释变量“社会网络”可能存在的内生性问题。

第三、实证分析的结果表明,若社会网络方面的支出(比如红白喜事支出)是一种偶然性冲击,则社会网络在一定程度上会挤占家庭投资股票。若社会网络的支出是稳定和日常的,则社会网络对家庭参与股市具有显著正影响。

## 第二章 文献综述

### 2.1 家庭资产选择

家庭资产选择可以分为两个方面，一是家庭对例如房地产、车辆等实物资产和股票、债券等金融资产作出的配置比例的选择，二是在金融资产中，家庭根据风险偏好与收益预期所作的在高风险金融资产和中低风险金融资产的选择。本文主要研究第二方面，即家庭如何在各类风险收益不同的金融资产之间作出选择。本节将对家庭资产选择的主要研究成果进行梳理。

#### 2.1.1 现代资产组合选择理论

Markowitz (1952) 最早利用均值-方差模型搭建了一套完整的投资组合分析框架，奠定了现代投资组合理论的基础。该理论假设每种资产的收益（均值）、不确定性（方差）以及各个资产的关联程度（协方差）是理性投资者唯一关心的变量，投资者在具有不同相关系数的资产组合中，追求给定风险水平下收益的最大化或者给定收益水平下风险的最小化的资产组合；并进一步指出资产组合能够降低风险，在不确定性下分散投资是最优选择。

Tobin (1958) 假设市场上存在无风险资产和风险资产这两大类资产，并允许投资者卖空，提出了著名的“两基金分离定理”，完善了投资组合理论。Tobin 指出，所有理性投资者的资产组合都是无风险资产与风险资产的线性组合，不同投资者的流动性风险偏好决定了该线性组合的系数不同。

Sharpe et al. (1964) 站立在整个资本市场上，指出金融市场风险分为无法通过分散投资消除的系统性风险和可通过分散投资消除的非系统性风险，建立了 CAPM 模型（即资本资产定价模型），探讨单项有风险资产在资本市场上的定价问题。CAPM 不仅适用于有效证券组合，也适用于非有效证券组合；不仅适用于证券组合，也适用于单项证券。

均值-方差模型、两基金分离定理以及资本资产定价模型都只是研究了投资者的单期行为，不涉及跨期选择，实际上，投资者在当前进行资产配置时，还会考虑以后多期的情况。在二十世纪六十年代后期，Merton and Samuelson (1969) 研究了多期消费-投资组合的决策问题，并提出了无风险债券与风险证券的投资决策模型，模型得出如下结论：投资者应该配置一定比例的风险资产，投资者在无风险债券和风险证券之间的持有比例取决于他的风险偏好水平，而与他的年龄、



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库